

14 ianuarie 2011

Raport de analiza

# Fondul Proprietatea (FP)

## La cat vindem si la cat cumparam?



### Pe scurt

#### De ce sa cumperi actiuni Fondul Proprietatea (FP)?

La pretul recomandat de cumparare de 0,51 lei / actiune potentialul de crestere pana la valoarea activului net oficial pe actiune este de aproape 120%

Expunerea in sectorul energetic este punctul forte al Fondului

Cumparatorii potentiali vor fi investitorii institutionali care opereaza in regiune (fonduri de pensii, fonduri mutuale, etc) si care se ghideaza dupa discountul fata de activul net, politica de dividend si renumele administratorului Fondului  
Listarea la Londra ar putea fi un catalizator pentru cresterea pretului intr-o perioada de un an

#### De ce sa vinzi actiunile FP?

Infiintarea „gigantilor energetici” Electra si Hidroenergetica consideram ca este cel mai mare pericol viitor, prin managementul numit politic si agregarea companiilor neprofitabile cu cele profitabile

Donatia Romgaz creeaza un precedent periculos si transmite un mesaj negativ catre potentialii investitori institutionali

Majoritatea actionarilor actuali doresc sa-si lichideze detinerile iar puterea si apetitul potentialilor cumparatori sunt necunoscute

Va exista o presiune constanta la vanzare pana la finalizarea despagubirilor

#### Care este pretul corect?

Valoarea activului net pe actiune calculata de Fond a fost intre 0,98 – 1,04 lei pana in octombrie 2010; din noiembrie, conform noilor reguli de calcul care elimina discounturile aplicate societatilor nelistate detinute de Fond, aceasta a fost de 1,154 lei in noiembrie si 1,1124 lei in decembrie

Evaluarea noastra stabileste un VUAN de 1,076 lei si un pret tinta de 0,80 lei.  
Comparativ cu SIF-urile al caror discount mediu este in acest moment de 54%, FP ar trebui sa se tranzactioneze la un pret de cel putin 0,51 lei / actiune fara sa avem in vedere managementul de renume si nelimitarea detinerilor  
Comparativ cu alte fonduri inchise listate in SUA, FP ar trebui sa se tranzactioneze la 1,04 lei / actiune

#### In concluzie

Avand in vedere inexistenta unei limite de variatie in prima zi de tranzactionare, recomandam vanzare la pretul de 0,80 lei / actiune si cumparare la pretul de 0,51 lei / actiune

**Andrei Petrescu**

Head of Research

+4021.321.40.88

andrei.petrescu@primet.ro

**Fondul Proprietatea S.A. (simbol: FP)**

**Tip societate: fond inchis de investitii**

**Recomandare: Cumparare (Buy)**

**Pret tinta 6 luni: 0,80 lei / actiune**

**Ultimul pret de tranzactionare in afara bursei: 0,48 lei / actiune**

**VAN CNVM / actiune: 1,1124 lei**

**Free-float: 61,12%**

**Recomandare pret vanzare: 0,80 lei**

**Recomandare pret cumparare: 0,51 lei**

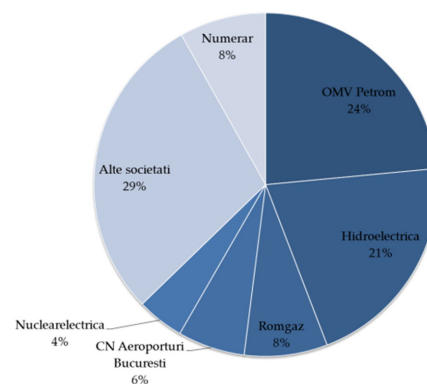
**Data inceperii tranzactionarii: 25 ianuarie**

**Limita de variatie: 15% incepand cu a doua zi de tranzactionare, fara limita in prima zi**

**Administrator: Franklin Templeton**

**Manager de portofoliu: Grzegorz Konieczny**

Cele mai importante detineri (% VAN)



## Cuprins

Ce este Fondul Proprietatea? .....	3
Care este procesul de despagubire? .....	3
Cum a evoluat pretul inaintea listarii la bursa? .....	4
Cine este administratorul fondului? .....	4
Cum sunt restrictionate drepturile de vot? .....	4
Care sunt conditiile de cvorum pentru AGOA si AGEA? .....	5
Care este stuctura portofoliului pe sectoare si principalele societati listate si nelistate? .....	6
De ce a crescut valoarea activului net pe actiune cu 15% in noiembrie 2010? .....	7
Cum se calculeaza Valoarea Activului Net (VAN) pe actiune? .....	7
Ce listari pe bursa sunt programate pentru anul 2011? .....	8
Care sunt litigiile si creantele semnificative precum si posibila lor influenta viitoare asupra Fondului? .....	8
Care sunt principalele sectoare de activitate ale societatilor din portofoliu? .....	11
Sectorul energiei electrice .....	11
Sectorul gazelor naturale .....	13
Sectorul petrolier .....	14
Sectorul transporturilor .....	15
Ce societati compun Electra si Hidroenergetica? .....	18
Scurta prezentare si evaluare a societatilor semnificative din portofoliul Fondului .....	19
OMV Petrom .....	19
Hidroelectrica .....	19
Romgaz .....	20
CN Aeroporturi Bucuresti .....	21
Nuclearelectrica .....	22
Cum se compara FP cu SIF-urile? .....	22
Cum se compara FP cu alte fonduri inchise listate pe bursele din SUA? .....	23
Evaluare portofoliu .....	23
Avantaje / Oportunitati .....	26
Riscuri / Dezavantaje .....	27
Strategie recomandata de tranzactionare .....	27
Glosar termeni .....	28
Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare .....	29



## Ce este Fondul Proprietatea?

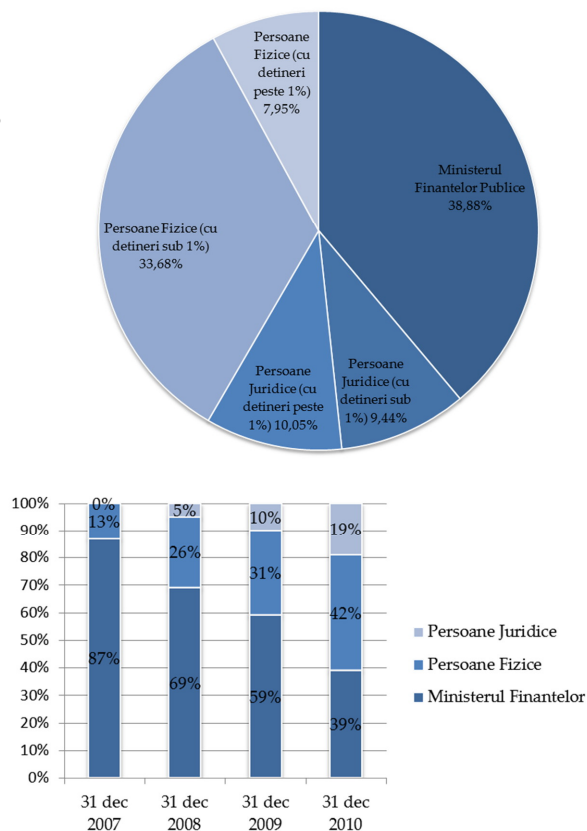
Fondul Proprietatea (FP) este o societate comerciala pe actiuni organizata ca societate de investitii de tip inchis, infiintata in decembrie 2005 de catre Guvernul Romaniei cu scopul de a despagubi persoanele ale caror bunuri au fost expropriate in mod abuziv de catre regimul comunist in perioada 6 martie 1945 – 22 decembrie 1989 si care nu pot fi restituite in natura.

Actionarul initial unic al Fondului Proprietatea a fost Statul Roman prin Ministerul Finantelor Publice, pe parcursul despagubirilor procentul detinut de stat scazand catre nivelul actual de 38,88%, la 31 decembrie 2010. Procentul detinut de stat a scazut in medie cu 16% pe an, in timp ce in ultimul an aceasta scadere s-a accelerat la 20%.

Se remarca ponderea de 7,95% a trei persoane fizice cu detineri peste 1% si ponderea de 10,05% a cinci persoane juridice cu detineri peste 1%. Cele trei persoane fizice sunt Malaxa Loreen, Palade Von Dusen Georgia, Palade Theodore iar cele cinci persoane juridice, conform informatiilor din mass-media ar putea fi Cartesian Capital Group (3%), Wood & Company (2,7%), SIF Moldova (1%), East Capital Special Opportunities (1%), Coneglen (1%) sau Elliot Advisors (1%). Restul de 5363 actionari persoane fizice si juridice detin 43,12%.

SIF-urile detin in total 1,55% din Fondul Proprietatea, conform raportarilor acestora, cea mai mare detinere fiind de departe procentul de 1% detinut de SIF Moldova (SIF2), care are un pret mediu de achizitie de 0,4215 lei / actiune. Urmeaza SIF Transilvania (SIF3) cu o detinere de 0,36%. De remarcat ca SIF Oltenia (SIF5) nu detinea in portofoliu actiuni Fondul Proprietatea la 30 noiembrie 2010.

Structura actionariatului



Sursa: Fondul Proprietatea

## Care este procesul de despagubire?

Procesul de despagubire este independent de fond fiind gestionat de Autoritatea pentru Restituirea Proprietatilor (ANRP), entitate juridica din cadrul administratiei centrale.

Fostii proprietari de bunuri expropriate pentru care a fost emisa o decizie din partea entitatilor care se ocupa de solutionarea cererilor de restituire au dreptul de a depune decizia impreuna cu documentatia justificativa la Secretariatul Comisiei Centrale pentru Despagubiri (CCD). Aceasta entitate analizeaza dosarele dupa care le trimite unui evaluator. Dupa primirea raportului de evaluare, CCD emite titlul de despagubire. Persoana indreptatita poate alege sa solicite despagubirea in numerar, caz in care ANRP emite titlu de plata, in actiuni, caz in care ANRP emite titlu de conversie, sau si in numerar si in actiuni, caz in care ANRP emite atat titlu de plata cat si titlu de conversie. In cazul emiterii unui titlu de conversie ANRP va trimite titlul la Depozitarul Central care il va converti in actiuni FP.



Pana in iulie 2010 se putea opta pentru despagubiri in numerar (titlu de plata) in loc de actiuni (titlu de conversie), limita maxima pentru despagubiri in numerar fiind de 500.000 lei platibili in 2 transe. In urma Ordonantei nr. 62/2010 procesul de despagubire in numerar a fost suspendat pe o perioada de 2 ani. Persoanele care au optat initial pentru numerar si-au putut schimba optiunea din numerar in actiuni. Dividendul de 0,0816 lei brut corespunzator profiturilor din anii 2008 si 2009 a fost platit detinatorilor de actiuni inregistrati la 27 septembrie 2010.

Despagubirile in actiuni s-au realizat tinand cont de valoarea nominala a unei actiuni, respectiv 1 leu, de exemplu, o persoana care trebuia despagubita cu 1 milion de lei a primit 1 milion de actiuni. Dupa listarea pe Bursa de Valori Bucuresti, despagubirile se vor realiza tinand cont de pretul de tranzactionare ponderat din ultimele 60 de zile de tranzactionare. Daca acest pret va fi mai mic decat valoarea nominala atunci: (i) noii despagubiti vor primi un numar mai mare de actiuni decat vechii despagubiti; (ii) ponderea actiunilor detinute de stat va scadea intr-un ritm accelerat. Procesul de conversie este suspendat pana in ziua de luni din cea de-a doua saptamana calendaristica ulterioara primelor 60 de sedinte de tranzactionare ale actiunilor pe bursa. Conform ANRP, incepand cu data de 2 mai 2011 procesul va fi reluat.

In urma deciziei din data de 12 octombrie 2010 a Curtii Europene a Drepturilor Omului (CEDO), Romania a fost obligata sa reformeze sistemul de compensare intr-un termen de 18 luni. Consideram ca exista o probabilitate mare ca procesul de despagubire sa fie accelerat.

## Cum a evoluat pretul inaintea listarii la bursa?

Evolutia pretului FP in urma tranzactiilor realizate la Depozitarul Central si conform propriilor estimari a fost corelata cu evolutia bursei in general: pretul in mai 2008 se situa la un nivel de 0,6 lei / actiune, a urmat apoi un trend puternic descendent iar in februarie 2009 pretul de tranzactionare era in jur de 0,1 lei / actiune. A urmat ulterior o revenire pana la un pret de 0,5 – 0,6 lei / actiune in septembrie 2010 inaintea incasarii dividendului si 0,4 – 0,5 lei / actiune ex-dividend in decembrie 2010.

## Cine este administratorul fondului?

Administratorul fondului este compania Franklin Templeton Investment Management Limited United Kingdom. Managerul de portofoliu este Grzegorz Konieczny, responsabil in cadrul companiei pentru divizia din Europa Centrala si de Est. Grupul Franklin Templeton Investments opereaza in peste 30 de tari, are 7900 de angajati si active sub administrare in valoare de 645 miliarde dolari, avand o cota de piata de 7,5% din activele transfrontaliere pe termen lung. Compania mama, Franklin Resources Inc. este listata la Bursa din New York sub simbolul BEN.

## Cum sunt restrictionate drepturile de vot?

Actul Constitutiv prevede ca, atata timp cat Ministerul Finantelor Publice detine mai mult de 33% din actiuni (la data de 30 decembrie 2010 procentul detinut era de 38,88%), exercitarea drepturilor de vot este restrictionata conform urmatoarelor reguli:



- (i) actiunile detinute pana la 1% inclusiv vor da dreptul la vot in proportie de 1 actiune la 1 drept de vot
- (ii) actiunile detinute intre 1% si 3% inclusiv vor da dreptul la vot in proportie de 2 actiuni la 1 drept de vot
- (iii) actiunile detinute intre 3% si 5% inclusiv vor da dreptul la vot in proportie de 3 actiuni la 1 drept de vot
- (iv) actiunile care exced pragul de 5% nu confera actionarului niciun drept de vot

Astfel, un actionar care detine 6% din actiuni va avea  $1\% + 2\% \times 1/2 + 2\% \times 1/3 + 1\% \times 0 =$  aproximativ 2,67% echivalent numar drepturi de vot.

Aceste restrictii nu se aplica detinerilor Ministerului Finantelor Publice. Insa, daca participatia statului scade sub 33%, AGEA poate modifica restrictiile de mai sus.

## **Care sunt conditiile de cvorum pentru AGOA si AGEA?**

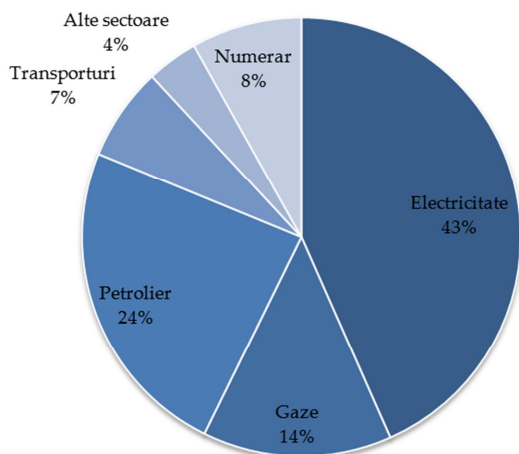
Pentru Adunarea Generala Ordinara a Actionarilor (AGOA) conditia de cvorum pentru prima adunare este de 25% din numarul total de actiuni care dau drept la vot si majoritatea drepturilor de vot exprimate pentru a adopta o decizie, in timp ce pentru a doua adunare nu exista cerinte de cvorum.

Pentru Adunarea Generala Extraordinara a Actionarilor (AGEA), singura schimbare fata de conditiile pentru AGA este ca la a doua adunare este necesara prezenta a cel putin 20% din actiunile care dau drept la vot.

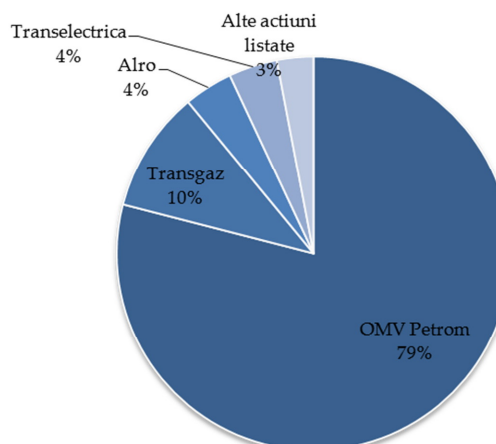


## Care este structura portofoliului pe sectoare si principalele societati listate si nelistate?

### Structura portofoliului in functie de sector (% detineri FP)



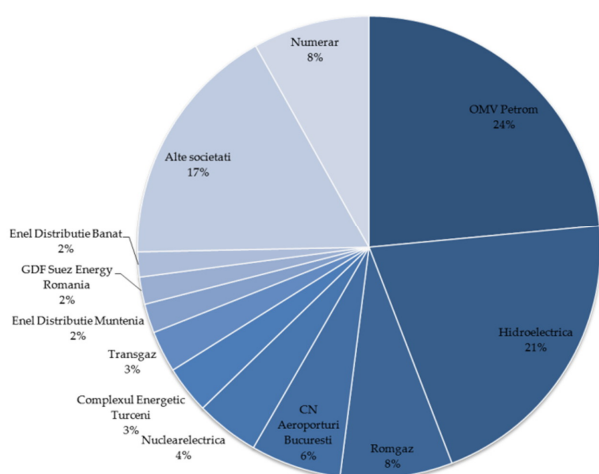
### Structura portofoliului, actiuni listate



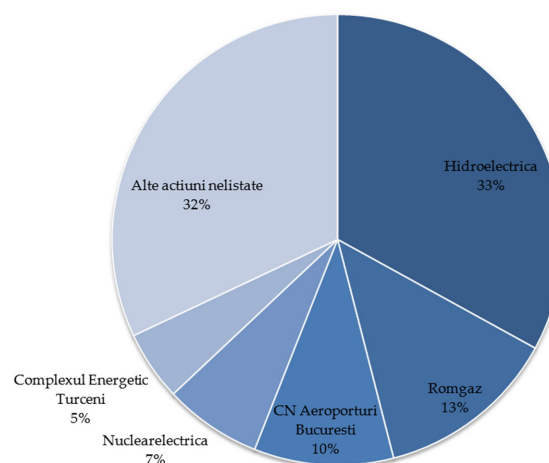
Sursa: Fondul Proprietatea

Detinerile la societatile din principalele trei sectoare de activitate (electricitate, petrolier si gaze) reunesc peste 80% din valoarea Fondului. In cadrul societatilor listate OMV Petrom (SNP) detine o pondere de 79% care reprezinta 24% din activul net total. Putem spune ca la o crestere cu 10% a pretului SNP pe bursa, valoarea activului net al FP va creste cu 2,4%. Remarcam si ponderea de 8% a numerarului.

### Cele mai importante 10 detineri (% VAN)



### Structura portofoliului, actiuni nelistate



Sursa: Fondul Proprietatea

## De ce a crescut valoarea activului net pe actiune cu 15% in noiembrie 2010?

Conform Dispunerii de masuri nr. 17 / 2010 a CNVM, principalul factor este eliminarea discounturilor care se aplicau la evaluarea societatilor nelistate la care Fondul avea participati minoritare. Astfel, varianta de calcul veche prevedea ca la evaluarea unei societati nelistate sa se aplice un factor de discount de 15% la societatile unde Fondul detine intre 33% si 50% din societate, 25% la cele unde detine intre 5% si 33%, si 50% la societatile unde Fondul detine mai putin de 5% din actiuni.

Celelalte modificari au un impact mai redus: calcularea valorii societatilor listate la pretul de inchidere din ziua in care se efectueaza calculul, fata de pretul ponderat al ultimelor 90 de zile, si folosirea metodelor de evaluare conforme cu principiul valorii juste inclusiv in cazul evenimentelor corporative constand in distribuirea de actiuni gratuite, modificarea valorii nominale, sau alte situatii in care valoarea de piata este influentata. Societatile nelistate pot fi evaluate fie la valoarea capitalurilor proprii, fie folosind metode de evaluare conforme cu principiul valorii juste.

## Cum se calculeaza Valoarea Activului Net (VAN) pe actiune?

Din valoarea totala a activelor (actiuni listate, nelistate, numerar, alte active) se scad datoriile, provizioanele si veniturile in avans. Suma rezultata se imparte la numarul total de actiuni si astfel se ajunge la valoarea activului net pe actiune. La data de 31 decembrie 2010 VAN-ul fondului era calculat folosind urmatoarele valori:

Active	(mil. lei)	Pondere
<b>Actiuni nelistate</b>	<b>9175,89</b>	<b>59,86%</b>
<b>Actiuni listate</b>	<b>4903,48</b>	<b>31,99%</b>
Numerar si echivalente numerar	1078,467	
Titluri de stat	248,02	
Creante	5,98	
Alte active financiare	0,08	
Cheltuieli in avans	0,03	
<b>Total active</b>	<b>15411,9</b>	
<b>Datorii</b>		
Datorii pe termen scurt	69,287	
Provizioane	14,424	
Venituri in avans	0	
<b>Total datorii</b>	<b>83,711</b>	
VAN CNVM	15328,2	
Numar de actiuni emise (milioane)	13788,39	
<b>VAN CNVM lei / actiune</b>	<b>1,1124</b>	

Sursa: Fondul Proprietatea, raport VAN 31 decembrie 2010

De remarcat ponderea de 60% a actiunilor nelistate si de 32% a actiunilor listate in VAN.





## Ce listari pe bursa sunt programate pentru anul 2011?

In a doua parte a acestui an este posibil sa aiba loc vanzarea a 15% din capitalul social al Romgaz printr-o oferta publica initiala, vanzarea a 9,84% din capitalul social al OMV Petrom (SNP), vanzarea a 15% din capitalul social al Transelectrica (TEL) prin oferta publica si vanzarea a 15% din capitalul social al Transgaz (TGN) tot prin oferta publica. Bursa va castiga astfel un nou emitent important (Romgaz) si majorarea ponderilor listate pentru OMV Petrom (SNP), Transelectrica (TEL) si Transgaz (TGN).

## Care sunt litigiile si creantele semnificative precum si posibila lor influenta viitoare asupra Fondului?

Consideram ca anumite procese semnificative au o probabilitate mare de solutionare definitiva favorabila Fondului (donatia Romgaz, detineri actualizate in societatile Electra si Energetica), o probabilitate medie de solutionare favorabila (Nuclearelectrica) si o probabilitate mica (infiintarea Electra si Energetica, incasarea diferentei din vanzarea BCR, recunoasterea calitatii de actionar la Electromecanica, etc). Impactul pozitiv asupra activului net, avand in vedere timpul lung de solutionare a proceselor, ar putea fi totusi la nivelul unei cresteri de cateva procente pe an in urmatorii ani. Exista si un risc pe care il apreciem major, in sensul ca ar putea diminua semnificativ evaluarea viitoare a Fondului, si anume infiintarea Electra si Hidroenergetica. Avand in vedere actiunile Statului Roman in aceasta directie, consideram ca oprirea infiintarii celor doua societati ar fi greu de realizat si consideram mai probabila reusirea amanarii acesteia pe un termen de cativa ani. Castigarea primului proces cu Nuclearelectrica ar duce la un plus de 4,7% pentru activului net al fondului.

### Litigii semnificative, pe scurt:

Fondul vs Ministerul Economiei – Fondul cere plata diferentei incasate pentru vanzarea actiunilor BCR, respectiv suma de 154,1 milioane euro provenite din interpretarea gramaticala si sistematica a articolului din Legea 247/2005 care prevede ca procentul de 4% trebuie calculat la numarul total de actiuni emise de BCR si nu la numarul de actiuni detinute de Statul Roman la BCR, regula generala fiind ca activele transferate Fondului au fost identificate ca procent raportat la intregul capital social al societatilor respective, BCR nefiind exceptie de la regula. AVAS argumenteaza ca aporturile la capitalul social al Fondului ulterioare infiintarii sunt calculate proportional cu sumele incasate. Tribunalul Bucuresti a fost de acord cu interpretarea AVAS. Apelul nu este inca solutionat, urmatorul termen de judecata fiind 12 ianuarie 2011. Administratorul Fondului estimeaza ca si in cazul in care apelul ar fi admis, nu exista perspective de a se genera o crestere a VAN CNVM pe actiune si exista probabilitatea sa se decida sa nu continue acest demers datorita costurilor mari cu taxa de timbru si cu onorariile avocailor.

Fondul vs Romgaz – Fondul cere anulara hotararii AGA prin care se aproba donatia a 400 milioane lei catre Statul Roman, propunand acordarea unui dividend special tuturor actionarilor. Donatia se bazeaza pe Ordonanta de Guvern nr. 18/2010 care a intrat in vigoare la 22 august 2010 si care permitea Romgaz sa faca donatii la bugetul de stat in limita a 400 milioane lei, impreuna cu alte societati (Electrica - 400 de milioane de lei si Loteria Romana - 74 de milioane de lei). La data de 30 noiembrie AGA Romgaz a aprobat donatia, Ministerul Economiei votand pentru iar Fondul impotriva donatiei. Fondul invoca specialitatea capacitatii de folosinta a unei persoane juridice conform Decretului nr. 31 / 1954, prevederile Legii Societatilor Comerciale si sustine ca donatia reprezinta in realitate o nationalizare a beneficiilor celorlalti actionari si conflictul de interese argumentand ca Ministerul Economiei ar fi trebuit sa se abtina de la vot. Donatia a fost deja realizata astfel incat recuperarea sumei ar putea fi un proces indelungat. Fondul ar avea dreptul la 60 de milioane de lei din aceasta





suma daca s-ar fi optat pentru varianta unui dividend special. De asemenea Fondul Proprietatea a convocat adunarea generala a actionarilor Romgaz pentru 17 ianuarie 2011, pentru a-i revoca pe membrii Consiliului de Administratie care au votat in favoarea donatiei si pentru a declansa actiuni in justitie impotriva acestora individual.

Fondul vs Hidroelectrica – Fondul solicita anularea hotararii AGEA din 19 noiembrie 2010 privind divizarea societatii si fuziunea acesteia cu alte societati in cadrul CN Electra si CN Hidroenergetica, argumentand ca proiectul de fuziune / divizare nu respecta prevederile Legii Societatilor Comerciale cu privire la actualitatea situatiilor financiare, auditarea lor, repartizarea exacta a activelor si pasivelor, incalcarea dreptului la informare a actionarilor precum si alte nereguli. Primul termen de judecata este 5 decembrie 2011. Cererea de suspendare a hotararii AGEA, pana la solutionarea cererii de anulare, prin ordonanta presedintiala, a fost admisa de Tribunalul Bucuresti in data de 16 decembrie 2010.

Fondul vs Electromecanica care nu recunoaste calitatea de actionar a Fondului, deoarece la data de intrare in vigoare a Ordonantei de Urgenta nr. 81/2007, 29 iunie 2007, unicul actionar al Electromecanica era Compania Nationala Romarm iar Statul Roman a devenit actionar abia in data de 28 noiembrie 2007 cand a fost semnat contractul de transfer de actiuni intre Romarm si Statul Roman. Obiectul litigiului reprezinta un numar de 1.002.301 actiuni. Fondul a pierdut procesul si apelul si urmeaza sa formuleze recurs.

Fondul vs Nuclearelectrica (I), Fondul cere recunoasterea proprietatii asupra unui numar de 20.077.953 actiuni nou emise, care ar fi trebuit sa revina Fondului in urma majorarilor de capital social dupa data la care Fondul a devenit actionar, 28 decembrie 2005, actiunile nou emise fiind alocate exclusiv catre Ministerul Economiei.

Fondul vs Nuclearelectrica (II) – Fondul contesta majorarea de capital social cu suma de 363.368.250 lei din 26 septembrie 2006 prin care dreptul la actiunile emise pentru aportul de apa grea revin statului. Fondul a pierdut primul proces. Urmatorul termen pentru solutionarea apelului este 24 ianuarie 2011.

Fondul vs Nuclearelectrica (III) - Fondul se opune fuziunii dintre Nuclearelectrica si alte societati ce ar urma sa formeze Electra datorita neevidentierii detinerii a unui numar suplimentar de 20.077.953 actiuni conform primului proces cu Nuclearelectrica (I) in urma careia procentul de actiuni pe care Fondul le va primi la compania nou infiintata Electra ar fi diminuat. Urmatorul termen de judecata este 30 noiembrie 2011.

Fondul vs Nuclearelectrica (IV) - Fondul cere suspendarea fuziunii Nuclearelectrica cu alte companii printr-o cerere de ordonanta presedintiala. In data de 15 octombrie 2010 proiectul de fuziune a fost revocat si a fost publicat un nou proiect de fuziune in Monitorul Oficial. S-a constatat ulterior ca noul proiect de fuziune era identic cu cel revocat, singura diferenta fiind faptul ca pe baza vechiului proiect de fuziune implementarea fuziunii putea fi suspendata pana la solutionarea opozitiilor, in timp ce pe baza noului proiect, publicat in urma modificarii Legii Societatilor Comerciale, opozitiile formulate impotriva proiectului nu mai au drept efect suspendarea implementarii fuziunii. Tribunalul Bucuresti a respins cererea in data de 18 noiembrie 2010.

Fondul vs Romarm - Fondul cere obligarea Romarm sa inregistreze in registrul actionarilor dreptul de proprietate asupra a 2.951.053 actiuni Romarm conform OUG 81/2007. Fondul a pierdut primul proces datorita faptului ca la momentul intrarii in vigoare a OUG, Romarm si nu AVAS avea drept de proprietate asupra tuturor actiunilor emise de Romarm. Primul termen de judecata pentru apel a fost 14 decembrie 2010.

Fondul vs Complexul Energetic Craiova: Fondul cere suspendarea fuziunii companiei cu Nuclearelectrica si alte societati, argumentand ca este indreptatit sa primeasca un numar suplimentar de 25.677 actiuni, respectiv 0,09% din capitalul social,



in urma unor majorari de capital care au diluat participatia Fondului. Tribunalul Dolj a decis in favoarea Fondului in 18 noiembrie 2010. Societatea a formulat recurs si acesta a fost admis in data de 15 decembrie 2010.

Fondul vs Conpet – Fondul cere recunoasterea detinerii de 20,056% si dreptul la dividende corespunzatoare exercitiului financiar 2007 pentru aceasta detinere. Procesul a fost castigat definitiv de Fond in data de 12 octombrie cand Inalta Curte de Casatie si Justitiei a respins recursul formulat de Ministerul Economiei.

Fondul vs S.C. Palace S.A. – Fondul reclama diminuarea cotei de la 15,429% la 1,4% in urma reducerii capitalului social. Fondul a castigat procesul si apelul. Apelul a fost contestat la Inalta Curte de Casatie si Justitiei primul termen de judecata fiind 15 februarie 2011. Apreciem ca Fondul va castiga procesul iar detinerea initiala va fi refacuta.

Fondul vs Complexul Energetic Craiova – suspendarea fuziunii cu alte societati, Fondul solicitand recunoasterea unui numar suplimentar de 25.677 actiuni, exitand un litigiu de fond cu CE Craiova. In 18 noiembrie 2010 Tribunalul Dolj a admis cererea fondului si a decis suspendarea fuziunii pana la solutionarea irevocabila a actiunii privind modificarea proiectului de fuziune.

Fondul vs E.ON Moldova – Fondul solicita suspendarea hotararilor AGEA prin care a fost aprobata fuziunea dintre E.ON Moldova (societate absorbita) si E.ON Gaz (societate absorbanta), deoarece detinerea fondului in societatea absorbanta ar fi influentata negativ de situatia financiara substantial modificata la sfarsitul exercitiului financiar 2009 iar raportul de evaluare folosit in vederea fuziunii nu include cu acuratete aceste schimbari si nu respecta prevederile Legii Societatilor Comerciale cu privire la actualitatea situatiilor financiare de fuziune. Urmatoarele termene au fost 13 decembrie 2010 si 17 decembrie 2010.

Sursa: Fondul Proprietatea, prospect si anexe

### **Creante privind capitalul subscris nevarsat**

In urma OUG 91/2010 sumele provenite din recuperarea creantelor valutare ale Romaniei de la tari debitoare, in urma activitatii de comert exterior, se vor vira la bugetul de stat si nu catre Fond, asa cum era stabilit anterior.

Fondul are dreptul conform Legii 247/2005 de a primi de la Statul Roman contributii suplimentare in numerar la capitalul social pe masura ce sumele vor fi incasate cu privire la: sume rezultate din vanzarea a 4% din actiunile BCR (exista un litigiu prezentat mai sus in legatura cu acest lucru), 20% din sumele rezultate din privatizarea Romtelecom, 9,9% din sumele incasate in urma privatizarii Casei de Economii si Consemnatiuni CEC S.A. si sume in legatura cu creanta impotriva World Trade Center Bucuresti S.A.

### **Alte precizari importante**

Orice aport suplimentar la capitalul social al Fondului va determina initierea unei majorari de capital social care va trebui sa fie aprobata de catre AGEA, conform modificarilor aduse Actului Constitutiv la sfarsitul anului 2010.

Valoarea capitalului social al Fondului va fi dimensionata corespunzator valorii estimate a despagubirilor aferente imobilelor care nu pot fi restituite in natura.

Pretul actiunilor nou emise va fi determinat in conformitate cu reglementarile CNVM. Fondul se supune tuturor reglementarilor CNVM aplicabile.

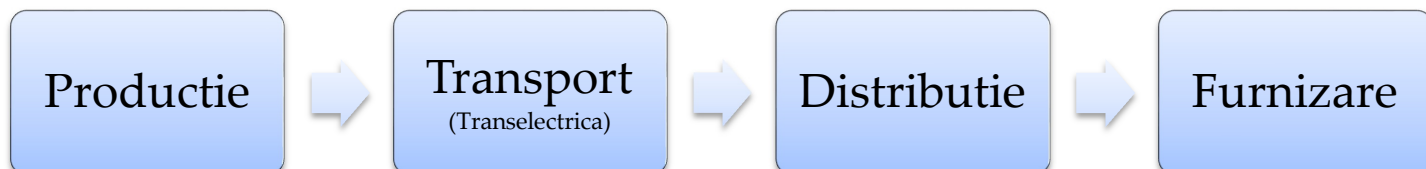


## Care sunt principalele sectoare de activitate ale societăților din portofoliu?

Peste 80% din portofoliul Fondului Proprietatea se găsesc în sectoarele energetic și utilități. În continuare prezentăm pe scurt cele mai importante sectoare, detinerile FP în aceste sectoare și factorii determinați pentru fiecare sector.

### Sectorul energiei electrice

Structura pieței energiei electrice este prezentată în diagrama următoare:



Fondul Proprietatea deține acțiuni la cei mai importanți producători, distribuitori și furnizori de energie electrică, precum și la operatorul de transport și de sistem (Transelectrica).

Producători de electricitate	Sursa primară	Detinere FP	Pondere în VAN CNVM
Hidroelectrică	hidro	19,94%	20,67%
Nuclearelectrică	nuclear	9,73%	4,44%
Complexul Energetic Turceni	carbune	24,79%	3,33%
Complexul Energetic Craiova	carbune	24,36%	1,68%
Complexul Energetic Rovinari	carbune	23,60%	1,58%

Sursa: Fondul Proprietatea, Prime Transaction

Fondul, prin detinerile de mai sus, cumulează 78% din cota de piață în generarea de electricitate.

Distribuitori de electricitate	Detinere FP	Pondere în VAN CNVM
Enel Distribuție Muntenia	12,00%	2,04%
Enel Distribuție Banat	24,13%	1,75%
Electrica Distribuție Muntenia Nord	22,00%	1,46%
Enel Distribuție Dobrogea	24,09%	1,22%
E.ON Moldova Distribuție	22,00%	1,14%
Electrica Distribuție Transilvania Sud	22,00%	1,14%
Electrica Distribuție Transilvania Nord	22,00%	1,06%

Sursa: Fondul Proprietatea

Furnizori de electricitate	Detinere FP	Pondere în VAN CNVM
Enel Distribuție Muntenia	12,00%	2,04%
Enel Distribuție Banat	24,13%	1,75%
Electrica Distribuție Muntenia Nord	22,00%	1,46%
Enel Distribuție Dobrogea	24,09%	1,22%

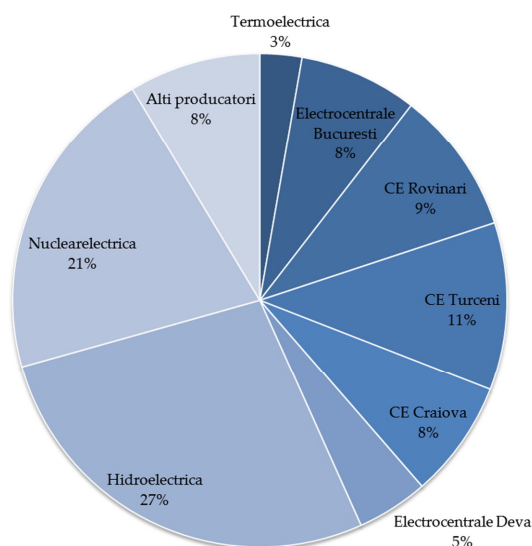


Furnizori de electricitate	Detinere FP	Pondere in VAN CNVM
E.ON Moldova Distributie	22,00%	1,14%
Electrica Distributie Transilvania Sud	22,00%	1,14%
Electrica Distributie Transilvania Nord	22,00%	1,06%

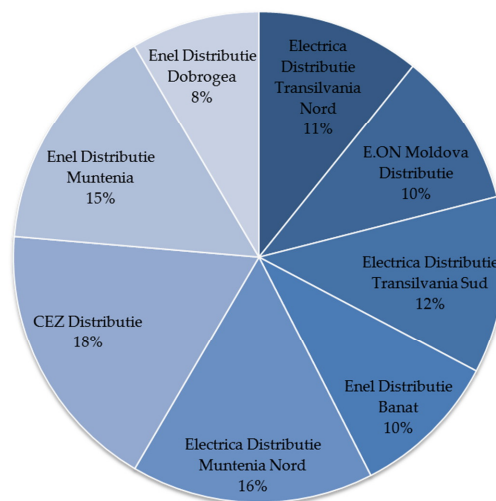
Sursa: Fondul Proprietatea

Cererea de electricitate a scazut puternic dupa Revolutie datorita restructurarii economice, in 1999 consumul fiind cu aproximativ 40% mai mic decat cel inregistrat in 1989. Cererea creste ulterior incepand cu anul 2000 si pana in 2008, iar in 2009 inregistram o scadere cu 9% a cererii.

**Cote de piata pentru productia de energie electrica (2009)**

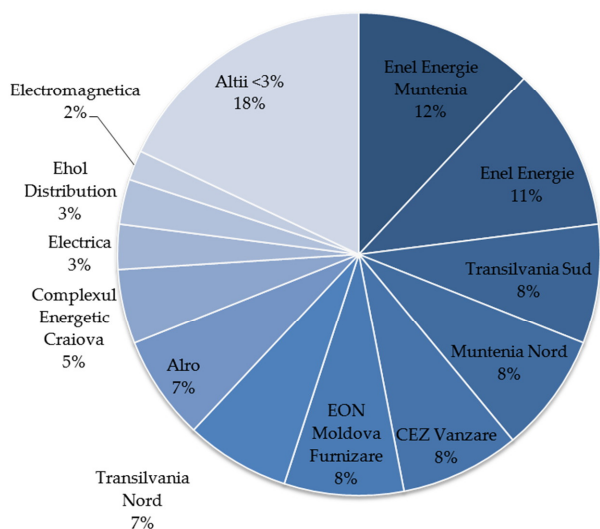


**Cote de piata distributie energie electrica**



Sursa: ANRE

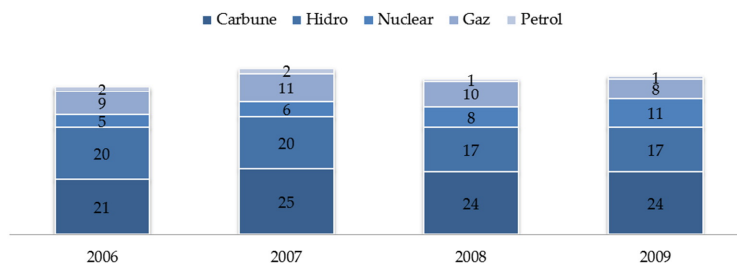
**Cote de piata furnizare pentru consumatorii finali**



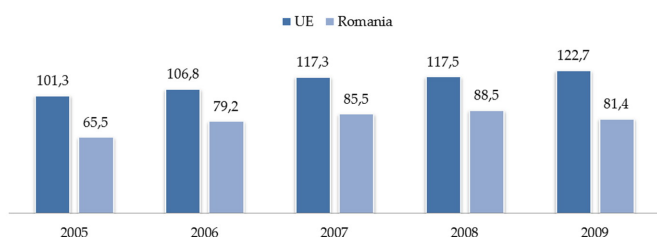
In functie de sursa folosita pentru generarea energiei electrice, avem surse poluante si surse nepoluante, cele nepoluante avand si cea mai mare cota (48%) pe piata productiei energiei electrice.

Sursa: ANRE

**Electricitate generata in functie de sursa primara (TWh)**



### Preturile energiei electrice pentru consumatorii casnici (EUR/MWh)



Sursa: Fondul Proprietatea, Eurostat

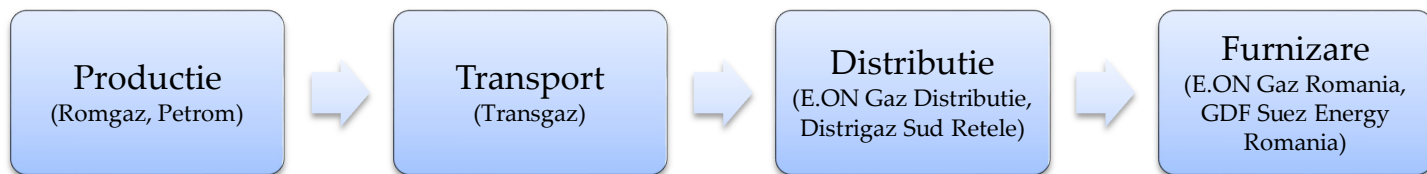
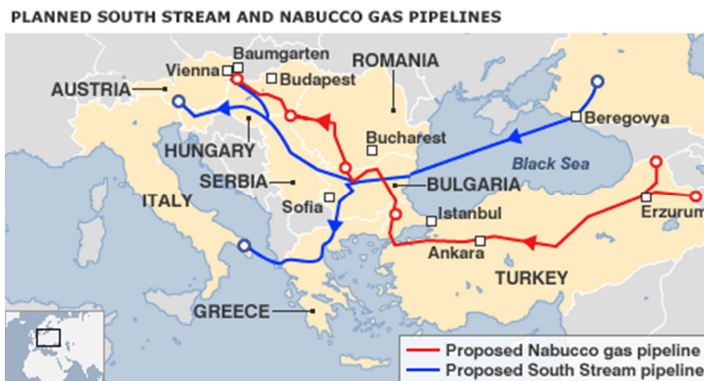
Preturile energiei electrice pentru consumatorii casnici se mentin cu 35% sub media UE, alinierea in timp la preturile UE reprezinta principalul catalizator al acestui sector. Pretul energiei electrice pentru consumatorii industriali este apropiat de media UE, inregistrand chiar valori usor mai mari in cursul 2005 dar si valori mai mici in cursul lui 2009.

## Sectorul gazelor naturale

Romania este cel mai mare producator de gaze naturale din Europa Centrala si de Est. Cu toate acestea, productia Romaniei a scazut semnificativ in ultimii ani (de la 190 TWh in 2003 la 140TWh in 2009), ca urmare a rezervelor in curs de epuizare, transformand-o intr-un importator net de gaze, alimentarea realizandu-se din Rusia prin conducta sudica Progress. Romania se afla pe ruta conductei-proiect a UE, Nabucco si este totodata considerata o alternativa la conducta South-Stream promovata de Federatia Rusa.

Sursa graficului: BBC

Fondul proprietatea detine actiuni la cele mai importante companii din lantul productie - furnizare, precum si la operatorul sistemului de transport (Transgaz):



Societate	Simbol bursier	Domeniu activitate	Detinere FP	Pondere in VAN CNVM
Romgaz	(nelistata)	Productie de gaze	14,99%	7,83%
Transgaz	TGN	Transport de gaze	14,98%	2,90%
GDF Suez Energy Romania	(nelistata)	Furnizare de gaze	12,00%	1,90%
E.ON Gaz Distributie	(nelistata)	Distributie de gaze	12,00%	0,68%
E.ON Gaz Romania	(nelistata)	Furnizare de gaze	12,00%	0,62%

Sursa: Fondul Proprietatea

Cererea de gaze a atins punctul culminant la mijlocul anilor 1980 (38 mld. m<sup>3</sup>) si a scazut considerabil in decada urmatoare, in cursul restructurarii economice post-comuniste. Inaintea declansarii crizei economice consumul se cifra la 16 – 17 miliarde m<sup>3</sup>, nivelul in 2009 fiind de 13,1 mld m<sup>3</sup>. Nivelul consumului a ramas la mai putin de 50% din volumele consumate in 1989. Consumul non-casnic reprezinta circa 80% din totalul consumului.



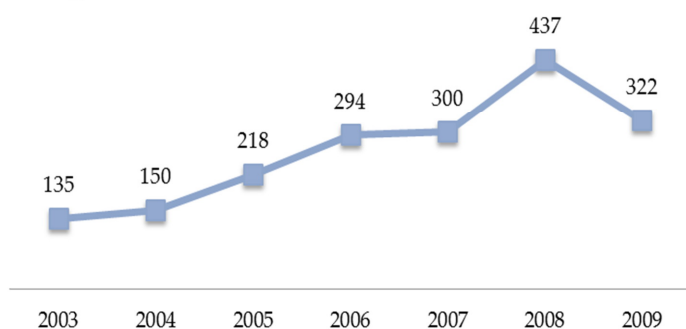
În România se extrag anual circa 11 mld m<sup>3</sup> de gaze naturale din care 5,7 mld. (52%) sunt produși de Romgaz iar 5,2 mld. (47%) de Petrom. Zacamintele de gaze naturale sunt limitate, rezervele actuale fiind estimate la 141 mld m<sup>3</sup>. Ritmul actual de exploatare arată ca rezervele geologice cunoscute la momentul actual se pot epuiza în circa 15 ani.

Piata de gaze este o piață deschisă de la mijlocul anului 2007, consumatorii având opțiunea de a-și schimba furnizorul. În decembrie 2009 gradul real de deschidere al pieței era de 56%, însemnând ca 56% din consumatori ca volum și-au ales în mod activ furnizorul, restul fiind considerați consumatori captivi.

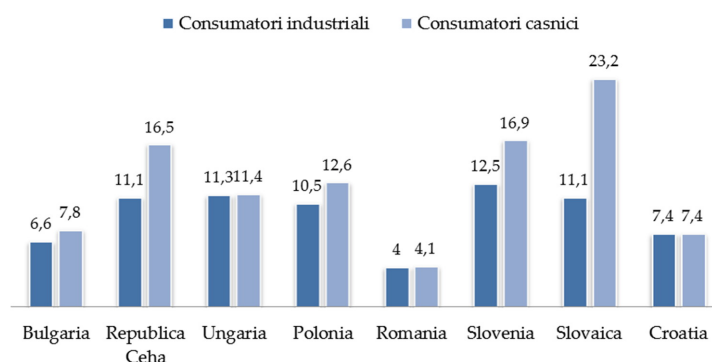
În consecință piața are două componente: (i) piața liberă (56%), unde gazul este furnizat consumatorilor care și-au schimbat furnizorul inițial sau au renegociat termenii contractuali cu același furnizor (consumatori eligibili) și (ii) piața reglementată (44%), unde gazul este furnizat consumatorilor captivi la prețuri reglementate stabilite prin contracte cadru.

În ciuda majorării prețului la gaze, acesta este însă mic în comparație cu tarifele practicate de țările vecine, existând un potențial pentru o dublare a prețului în următorii ani, un catalizator important pentru acest sector.

### Istoric preț gaze naturale din producția internă (USD / 1000 mc)



### Prețul gazelor pentru consumatorul final (semestrul II 2009, EUR/GJ)



Sursa: Fondul Proprietatea, ANRE, Eurostat

## Sectorul petrolier

Fondul proprietatea deține acțiuni la OMV Petrom (societate integrată de petrol și gaze), Conpet (care asigură transportul titeiului prin conducte și cale ferată către rafinării), Oil Terminal (terminal la Marea Neagră de titei și produse petroliere) și Petrotel Lukoil (rafinarie).

Societate	Simbol bursier	Deținere FP	Pondere în VAN CNVM
OMV Petrom	SNP	20,11%	23,50%
Conpet	COTE	20,05%	0,31%
Oil Terminal	OIL	10,00%	0,09%
Petrotel Lukoil	(nelistată)	2,18%	0,00%

Sursa: Fondul Proprietatea

Consumul, producția și importul de titei al României – remarcăm scăderea consumului în 2009 realizată prin reducerea puternică a importului de titei.

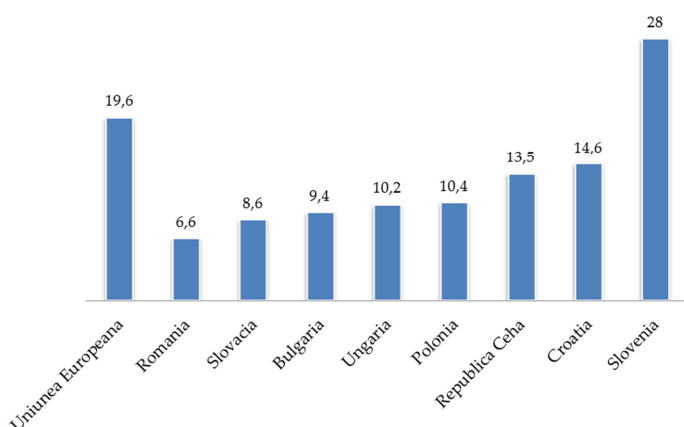




Mii tone de echivalent petrol / an	2007	2008	2009
Consumul intern de titei	13182	13036	11243
Productie interna de titei	4651 (35,3%)	4619 (35,4%)	4349 (38,7%)
Importul de titei	8531 (64,7%)	8417 (64,6%)	6894 (61,3%)

Sursa: Fondul Proprietatea

### Consum de petrol pe cap de locuitor in Romania versus alte tari UE (bpe/zi la 1.000 locuitori)



Rezervele de titei ale Romaniei se situeaza intre 1000 milioane bbl (estimarea guvernului), 600 milioane bbl (estimarea Oil & Gas Journal) si 480 milioane bbl (estimarea BP).

Consumul de petrol are potentialul de a creste cu cel puțin 50%, fiind in acest moment restrictionat de costul ridicat comparat cu puterea de cumparare.

Sursa: Fondul Proprietatea, Eurostat

## Sectorul transporturilor

Societate	Simbol bursier	Domeniu activitate	Detinere FP	Pondere in VAN CNVM
CN Aeroporturi Bucuresti	(nelistata)	Aeroporturi	20,00%	6,32%
CN Administratia Porturilor Maritime	(nelistata)	Porturi	19,99%	0,38%
CN Administratia Canalelor Navigabile	(nelistata)	Porturi	20,00%	0,10%
Aeroportul International Timisoara Traian Vuia	(nelistata)	Aeroporturi	20,00%	0,03%
Aeroportul International Mihail Kogalniceanu	(nelistata)	Aeroporturi	20,00%	0,02%
CN Administratia Porturilor Dunarii Fluviale	(nelistata)	Porturi	20,00%	0,02%
CN Administratia Porturilor Dunarii Maritime	(nelistata)	Porturi	20,00%	0,01%

Sursa: Fondul Proprietatea

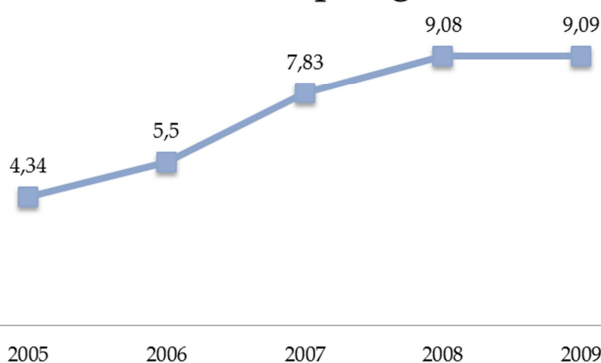
CN Aeroporturi Bucuresti provine din fuziunea aeroporturilor Otopeni si Baneasa, avand o cota de piata cumulata de 70% din piata transportului de pasageri. Aceasta este si cea mai importanta detinere a Fondului in acest sector, cu o pondere de 6,32% din activul net.

Elemente importante de luat in considerare pentru acest sector sunt traficul de pasageri si traficul de marfuri comparat cu tarile vecine precum si ponderat la numarul de locuitori.

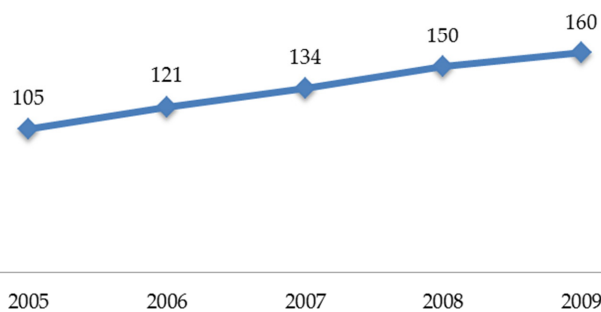




### Milioane pasageri



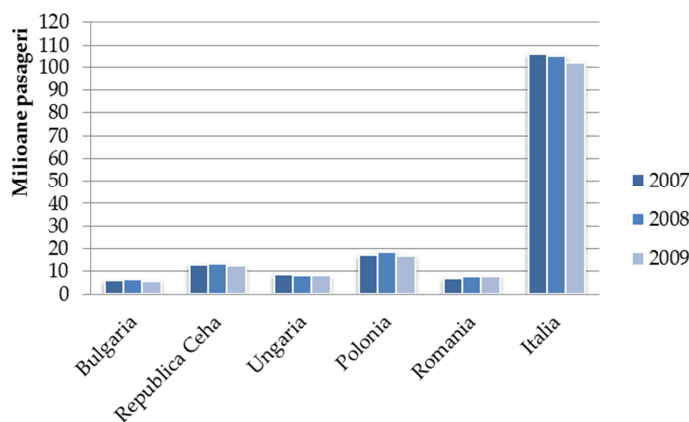
### Miscari aeronave (mii de aterizari si decolari)



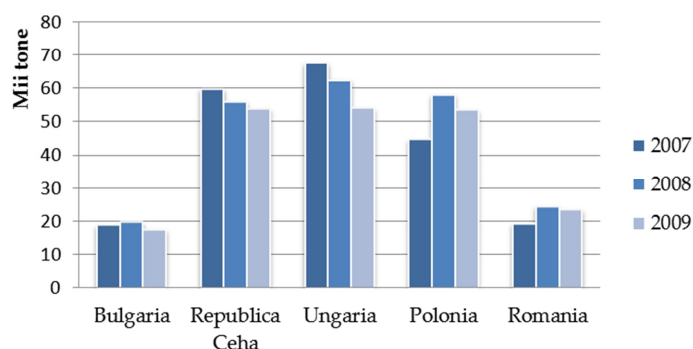
Sursa: Fondul Proprietatea, Ministerul Transporturilor, Institutul National de Statistica

Rata de crestere a traficului de pasageri a scazut pana aproape de zero pentru anul 2009 pe fondul crizei economice.

### Trafic pasageri comparat

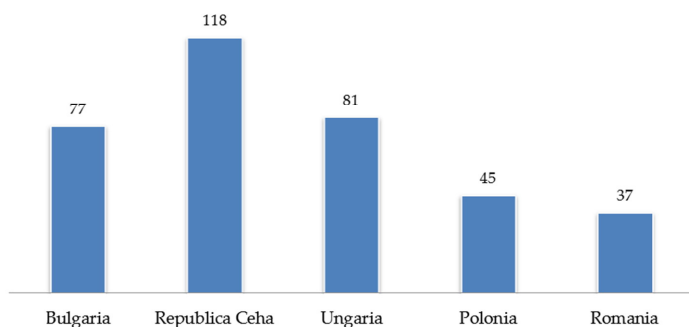


### Trafic marfuri comparat



Sursa grafice: Eurostat, Prime Transaction

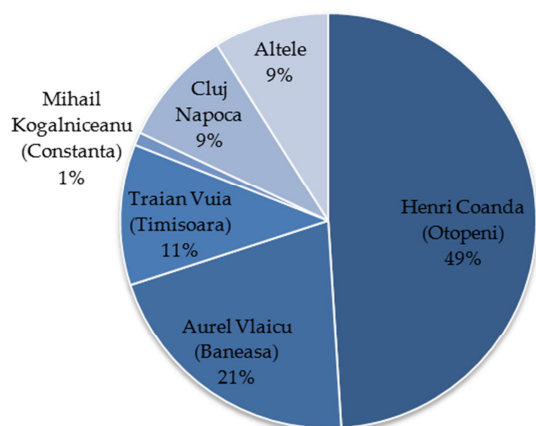
### Numar pasageri, relativ la 100 de locuitori



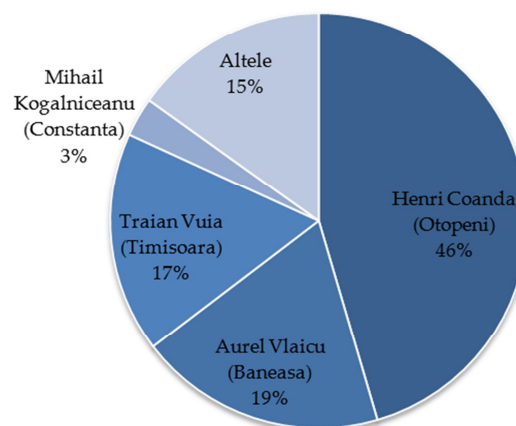
Atat traficul de pasageri (ca si cota din numarul total de locuitori) cat si traficul de marfuri au potentialul de a se dubla in urmatoorii 4 ani pe baza ratelor de crestere din perioada anterioara recesiunii. Pe termen lung, rata de crestere se poate mentine ridicata avand in vedere investitiile aeroporturilor pentru marirea capacitatilor de procesare si traficul de pasageri ridicat intalnit in economiile dezvoltate. Numarul de pasageri relativ la numarul de locuitori este scazut, fiind afectat de aria geografica larga a tarii, de numarul redus de aeroporturi, de ponderea scazuta a acestora in cota de piata si de preturile ridicate comparativ cu alte mijloace de transport pe plan intern.



### Cota de piata trafic pasageri



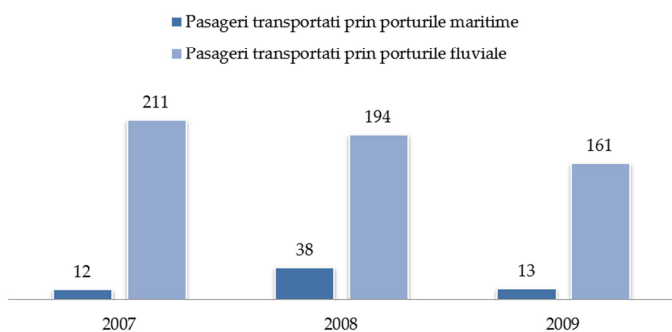
### Cota de piata miscari aeronave



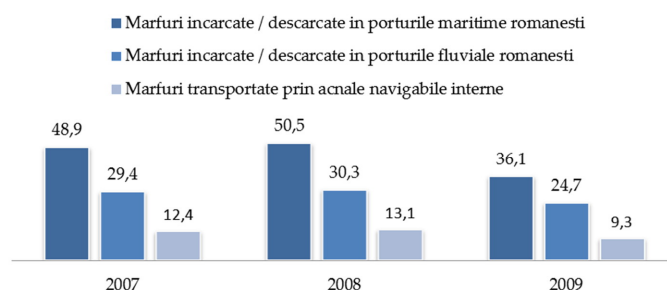
Sursa: Fondul Proprietatea, Aeroporturi

Pasagerii si marfurile transportate prin porturile romanesti au inregistrat o scadere semnificativa in ultimii ani. Estimam ca traficul de marfuri isi va reveni odata cu reinceperea cresterii economice.

### Numarul de pasageri transportati prin porturile din Romania (mii persoane)



### Traficul de marfuri in porturile maritime si fluviale si prin canale navigabile (milioane tone)



Sursa: Fondul Proprietatea, Ministerul Transporturilor, Institutul National de Statistica



## Ce societati compun Electra si Hidroenergetica?

### Electra

Nuclearelectrica

Hidroelectrica (1)

Complexul Energetic Turceni

Complexul Energetic Rovinari

Complexul Energetic Craiova

Compania Nationala a Lignitului

### Hidroenergetica

Hidroelectrica (2)

Electrocentrale Bucuresti

Electrocentrale Deva

Electrocentrale Paroseni

Compania Nationala a Huilei Petrosani

Fondul Proprietatea are detineri la toate societatile care vor compune Electra, mai putin Compania Nationala a Lignitului, in timp ce la Hidroenergetica, Fondul detine doar Hidroelectrica. Hidroelectrica va fi divizata si va fi inclusa in ambii „giganti energetici”, Electra urmand sa detina 20% din activele societatii iar Hidroenergetica 80%. Fondul ar urma sa detina 15,09% din Electra si 15,9% din Hidroenergetica. Pozitia Fondului este impotriva proiectului de infiintare a acestor doua companii, existand in acest moment mai multe litigii deschise in acest sens. Apreciem ca Fondul va reusi doar sa amane infiintarea Electra si Hidroenergetica, avand in vedere actiunile Guvernului care a modificat Legea Societatilor Comerciale pentru ca opozitiile formulate impotriva proiectului sa nu mai aiba drept efect suspendarea implementarii lui, reducand astfel considerabil modalitatile de impotrivire.

### Avantaje / Oportunitati

Puterea de negociere a noilor companii va fi substantial mai mare

### Riscuri /Dezavantaje

Managementul numit politic

Companiile profitabile vor subventiona companiile neprofitabile



## Scurta prezentare si evaluare a societatilor semnificative din portofoliul Fondului

### OMV Petrom

#### (listata pe bursa sub simbolul SNP)

In 2009 compania a detinut pozitia de unic producator de titei din Romania si a avut o cota de piata de 40% din piata de gaze naturale si 40% din piata de vanzari cu amanuntul de produse petroliere.

Apreciem cresterea pretului petrolului, alinierea pretului gazelor la media UE, precum si cresterea consumului de petrol si de gaze pe cap de locuitor catre mediile UE ca principalii catalizatori, iar schimbarea mediului legislativ in defavoarea companiei ca principalul risc.

Statul urmeaza sa listeze un pachet suplimentar de 9,84% din societate pe bursa prin oferta publica in cursul acestui an.

Societatea e in curs de evaluare a pretului ce urmeaza sa fie oferit actionarilor minoritari ce doresc retragerea din societate, ca urmare a desprinderii activitatii de marketing si transferul patrimoniului aferent catre OMV Petrom Marketing.

Companii comparabile	P/B 09	EV/EBITDA 09
Hellenic Petroleum	0,7	7,2
Repsol YPF	1,3	6,6
Statoil	2,3	3,0
MOL	1,3	9,4
OMV	1,1	5,3
<b>Medie</b>	<b>1,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Mediana</b>	<b>1,3</b>	<b>6,6</b>

Sursa: Capital IQ, Prime Transaction

### Hidroelectrică

Este cel mai important producator de electricitate, cu o cota de aproape 27% din totalul energiei electrice generate in 2009 si o cota de 88% ca principal furnizor de servicii de sistem. Societatea produce energie electrica in hidrocentrale, administrand peste 250 de hidrocentrale si statii de pompare. Principalii clienti ai societatii la nivelul anului 2009, ca si cota din valoarea vanzarilor au fost Transelectrica (19%) si Electrica (15%). Cantitatea de energie produsa in conditii hidrologice normale este de circa 17 TWh pe an, in timp ce potentialul hidroenergetic estimat al Romaniei este de 35,6 TWh pe an.

#### Avantaje / Oportunitati

Producator de energie din surse nepoluante

Marirea semnificativa a duratei de viata a capacitatilor de productie in urma investitiilor in modernizare

Cresterea gradului de utilizare a capacitatilor de productie



Cresterea valorificarii potentialului hidroenergetic  
 Reducerea costurilor de productie catre media companiilor comparabile

### Riscuri / Dezavantaje

Gradul actual de utilizare a capacitatilor de productie este redus, sub 30%, datorita vechimii de peste 40 de ani a hidrocentralelor si a executiei procesului de modernizare

Costul mare de intretinere si imbunatatire a capacitatilor de productie

Investitiile de modernizare nu vor aduce un surplus semnificativ in ce priveste cantitatea de energie electrica produsa

Compania a acceptat sa vanda energie electrica la preturi mai scazute decat piata, in conditiile in care existau oferte mai bune

Companii comparabile	P/B 09	EV/EBITDA 09
JSC RusHydro	1,1	8,2
Verbund	2,7	9,8
CEZ	2,2	5,9
Electricite de France	2,0	6,5
RWE	2,1	4,0
Iberdrola	1,1	8,1
ENEA	1,1	6,8
Aes Tiete	18,5	6,8
<b>Medie</b>	<b>1,8</b>	<b>7,0</b>
<b>Mediana</b>	<b>2,0</b>	<b>6,8</b>

Sursa: Capital IQ, Prime Transaction

## Romgaz

Producator de gaze naturale, cu o cota de piata de 52% din productie totala interna de gaze naturale. Principalul concurent este OMV Petrom cu o cota de piata de 47%.

Romgaz detine 153 de campuri de productie, 8 perimetre de exploatare, 3600 sonde si 6 depozite subterane. Rezervele dovedite si probabile se cifreaza la 93 miliarde m<sup>3</sup>.

Principalii clienti in 2009 au fost Interagro (20%), GDF Suez Energy Romania (15%), Electrocentrale Bucuresti (14%), E.ON Gaz Romania (14%) si Azomures (10,5%).

In a doua parte a anului 2011 este asteptata listarea pe bursa a 15% din societate, pe baza unei oferte publice initiale.

### Avantaje / Oportunitati

Alinierea pretului gazelor la nivelul UE



**Riscuri / Dezavantaje**

Rezervele de gaze urmeaza sa fie epuizate in urmatoorii 15 ani in actualul ritm de exploatare  
 Costuri operationale mari datorita dispersiei campurilor de productie

Companii comparabile	P/B 09	EV/EBITDA 09
JSC Gazprom	0,8	5,3
OAO Novatek	7,3	22,5
BG Group	3,2	9,2
<b>Medie</b>	<b>3,8</b>	<b>12,3</b>
<b>Mediana</b>	<b>3,2</b>	<b>9,2</b>

Sursa: Capital IQ, Prime Transaction

**CN Aeroporturi Bucuresti**

Companie infiintata in urma fuziunii aeroporturilor Henri Coanda – Otopeni si Aurel Vlaicu – Baneasa.

Otopeni este cel mai modern aeroport al tarii, cu doua piste de 3,5 km fiecare si este hub pentru Tarom, compania nationala de transport aerian.

Baneasa detine o pista de 3,2 km si opereaza in principal zboruri low-cost.

In urma investitiilor pentru dezvoltare, capacitatea de prelucrare a terminalelor va creste la 6 milioane de pasageri / an.

**Avantaje / Oportunitati**

Traficul de pasageri ar putea sa creasca pana la media UE

Cresterea capacitatii de prelucrare pasageri

Conexiuni la autostrada Bucuresti – Brasov, calea ferata si metrou

**Riscuri / Dezavantaje**

Managementul numit politic

Costuri mari de dezvoltare

Companii comparabile	P/B 09	EV/EBITDA 09
Aeroports de Paris	1,8	8,9
SAVE SpA	1,4	8,1
Flughafen Zurich	1,5	8,6
Flughafen Wien	1,3	10,0
Fraport	1,7	13,1
<b>Medie</b>	<b>1,5</b>	<b>9,7</b>
<b>Mediana</b>	<b>1,5</b>	<b>8,9</b>

Sursa: Capital IQ, Prime Transaction



## Nuclearelectrica

Compania produce energie electrica prin utilizarea de tehnologie nucleara, avand o cota de piata de 21% din totalul volumului de electricitate produs in Romania. Centrala Nucleara de la Cernavoda a fost proiectata pentru 5 unitati cu o putere de 707 MW fiecare, in acest moment fiind in functiune doar doua unitati. Unitatea 1 a fost data in functiune in 1996 si este proiectata sa functioneze pana in 2027, iar Unitatea 2 a devenit operationala in totalitate in 2008. Ambele capacitati de productie au un grad de utilizare excelent, de peste 90%.

Pentru punerea in functiune si operarea Unitatilor 3 si 4 a fost creata compania EnergoNuclear, in parteneriat public-privat. Nuclearelectrica a ajuns sa detina 60,15% din EnergoNuclear dupa ce recent CEZ si-a vandut participatia de 9,15% catre NuclearElectrica. Ceilalti actionari ai EnergoNuclear sunt GDF Suez, Enel Italia si RWE Germania, fiecare cu o detinere de 9,15%, Iberdrola si Arcelor Mittal Romania fiecare cu 6,2%. Gradul de finalizare este de 15% pentru Unitatea 3 si 14% pentru Unitatea 4. Investitia totala este estimata la 4 miliarde euro. Punerea in functiune a primului reactor nou este preconizata a avea loc in 2017.

### Avantaje / Oportunitati

Potentialul de a deveni principalul producator de energie electrica din Romania in 2017

### Riscuri / Dezavantaje

Managementul numit politic

Costuri mari de dezvoltare

Companii comparabile	P/B 09	EV/EBITDA 09
JSC RusHydro	1,1	8,2
Verbund	2,7	9,8
CEZ	2,2	5,9
Electricite de France	2,0	6,5
RWE	2,1	4,0
Iberdrola	1,1	8,1
ENEA	1,1	6,8
Aes Tiete	18,5	6,8
<b>Medie</b>	<b>1,8</b>	<b>7,0</b>
<b>Mediana</b>	<b>2,0</b>	<b>6,8</b>

Sursa: Capital IQ, Prime Transaction

## Cum se compara FP cu SIF-urile?

Discountul mediu fata de activul net la care se tranzactioneaza SIF-urile pe Bursa de Valori Bucuresti este de 54%, la data de 13 ianuarie 2011. Tinand cont numai de acest factor putem estima ca Fondul Proprietatea ar putea sa se tranzactioneze in jurul valorii de 0,51 lei / actiune.





## Cum se compara FP cu alte fonduri inchise listate pe bursele din SUA?

Fond inchis de investitii	Pret fata de VUAN	Active (mil. euro)
Morgan Stanley Frontier Emerging Markets Fund	-6,21%	81
Morgan Stanley Emerging Markets Fund	-7,77%	232
Morgan Stanley Eastern Europe Fund	-8,66%	65
Templeton Russia & East European Fund	-0,46%	104
Deutsche Asset Mgmt Central Europe & Russia Fund	-8,52%	475
Templeton Emerging Markets Fund	-0,13%	333
Deutsche Asset Mgmt Central Europe & Russia Fund	-8,52%	475
BlackRock Energy & Resources Trust	-1,21%	663
Blackstone India Fund	-0,09%	1211
<b>Medie</b>	<b>-4,62%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>-6,21%</b>	

Sursa: Prime Transaction, Closed-End Fund Association

Calculand strict pe baza datelor de mai sus putem evalua pretul la care ar trebui sa se tranzactioneze Fondul Proprietatea la 1,04 lei / actiune. Trebuie sa tinem cont insa de bursele pe care sunt listate fondurile (majoritatea pe bursa de la New York, NYSE) si de ponderea portofoliilor in actiuni nelistate, greu de evaluat corect. De remarcat ca fondurile Templeton au un discount foarte mic fata de activul net / actiune.

## Evaluare portofoliu

Metodologia proprie folosita pentru evaluarea detinerilor din portofoliul Fondului pentru a ajunge la pretul tinta este urmatoarea: (i) pentru OMV Petrom am folosit multiplii de evaluare derivati din comparatia cu societatile comparabile; (ii) pentru societatile listate cu impact semnificativ in portofoliu am folosit pretul companiei la bursa; (iii) pentru societatile listate cu impact nesemnificativ in portofoliu am folosit evaluarile oficiale realizate in 2010 de KPMG Romania, Darian DRS si JPA Audit & Consultanta; (iv) pentru societatile nelistate cu impact semnificativ am folosit multiplii de evaluare derivati din comparatia cu societatile comparabile; (v) pentru societatile nelistate cu un impact redus asupra portofoliului am folosit cea mai mica valoare dintre evaluarea pe baza capitalurilor proprii si evaluarile oficiale KPMG, Darian si JPA; (vi) acolo unde am observat diferente mari nejustificate intre diferite metode de evaluare ale societatilor nelistate, am exclus evaluarile cele mai ridicate; (vii) am aplicat un discount de 30% pentru companiile nelistate ce urmeaza sa fie incluse in Electra si Hidroenergetica

Societate	Simbol	Domeniu	Detinere FP	Capitaluri Proprii	Profit Net	Cifra Afaceri	% VAN CNVM	Valoare estimata	% VAN estimat
OMV Petrom	SNP	Petrol si gaze	20,11%	16190,83	833,28	16089,73	23,50%	4166,67	28,10%
Hidroelectrica	(nelistata)	Producator de electricitate	19,94%	16554,59	48,38	2420,80	20,67%	1333,35	8,99%
Romgaz	(nelistata)	Productie de gaze	14,99%	8308,49	572,46	3193,50	7,83%	1766,40	11,91%
CN Aeroporturi Bucuresti	(nelistata)	Aeroporturi	20,00%	5028,06	74,07	395,68	6,32%	297,06	2,00%
Nuclearelectrica	(nelistata)	Producator de	9,73%	7253,75	49,36	1526,66	4,44%	579,91	3,91%



Societate	Simbol	Domeniu	Detinere FP	Capitaluri Proprii	Profit Net	Cifra Afaceri	% VAN CNVM	Valoare estimata	% VAN estimat
electricitate									
Complexul Energetic Turceni	(nelistata)	Producator de electricitate	24,79%	2138,59	21,28	1125,50	3,33%	280,42	1,89%
Transgaz	TGN	Transport de gaze	14,98%	2759,68	191,18	1181,93	2,90%	493,84	3,33%
Enel Distributie Muntenia	(nelistata)	Distributie de electricitate	12,00%	2705,20	280,05	732,67	2,04%	434,64	2,93%
GDF Suez Energy Romania	(nelistata)	Furnizare de gaze	12,00%	2521,74	380,38	3628,83	1,90%	368,07	2,48%
Enel Distributie Banat	(nelistata)	Distributie de electricitate	24,13%	1152,47	150,65	526,41	1,75%	474,84	3,20%
Complexul Energetic Craiova	(nelistata)	Producator de electricitate	24,36%	1097,46	0,34	1132,42	1,68%	149,38	1,01%
Complexul Energetic Rovinari	(nelistata)	Producator de electricitate	23,60%	1064,66	5,64	845,41	1,58%	141,01	0,95%
Electrica Distributie Muntenia Nord	(nelistata)	Distributie de electricitate	22,00%	1055,61	24,65	611,47	1,46%	239,32	1,61%
Alro	ALR	Aluminiu	9,93%	917,29	145,33	1605,65	1,25%	240,99	1,63%
Enel Distributie Dobrogea	(nelistata)	Distributie de electricitate	24,09%	806,62	92,08	391,46	1,22%	304,90	2,06%
Transelectrica	TEL	Transport de electricitate	13,50%	1833,80	-67,30	1252,52	1,14%	211,87	1,43%
E.ON Moldova Distributie	(nelistata)	Distributie de electricitate	22,00%	738,76	50,96	630,07	1,14%	226,39	1,53%
Electrica Distributie Transilvania Sud	(nelistata)	Distributie de electricitate	22,00%	822,37	23,18	539,19	1,14%	227,47	1,53%
Posta Romana	(nelistata)	Servicii postale	25,00%	677,97	-181,55	1435,74	1,07%	214,50	1,45%
Electrica Distributie Transilvania Nord	(nelistata)	Distributie de electricitate	22,00%	768,08	13,96	495,88	1,06%	220,95	1,49%
E.ON Gaz Distributie	(nelistata)	Distributie de gaze	12,00%	900,00	101,11	724,46	0,68%	165,69	1,12%
E.ON Gaz Romania	(nelistata)	Furnizare de gaze	12,00%	825,39	141,74	2557,67	0,62%	105,76	0,71%
Societatea Nationala a Sarii Salrom	(nelistata)	Productia de sare	49,00%	160,23	0,44	188,41	0,49%	87,08	0,59%
CN Administratia Porturilor Maritime	(nelistata)	Porturi	19,99%	302,33	12,37	209,79	0,38%	58,08	0,39%
Conpet	COTE	Petrol si gaze	20,05%	495,82	34,35	316,58	0,31%	60,74	0,41%
Enel Energie Muntenia	(nelistata)	Furnizare de electricitate	12,00%	308,60	13,42	1919,52	0,23%	56,42	0,38%
Zirom	(nelistata)	Procesare titan	100,00%	34,72	-2,70	7,29	0,22%	41,35	0,28%
E.on Moldova Furnizare	(nelistata)	Furnizare de electricitate	22,00%	118,58	-44,37	1448,60	0,21%	44,60	0,30%
Enel Energie	(nelistata)	Furnizare de electricitate	12,00%	196,78	-46,67	1849,63	0,15%	40,67	0,27%
Romaero	RORX	Aviatic si echipamente	21,00%	918,50	0,89	61,07	0,12%	65,32	0,44%
Primcom	PRIB	Imobiliare	78,97%	44,63	2,69	1,29	0,12%	54,11	0,36%
Azumures	AZO	Producator de ingrasaminte	7,69%	451,16	7,37	774,79	0,12%	20,81	0,14%
CN Administratia Canalelor Navigabile	(nelistata)	Porturi	20,00%	78,61	2,51	36,15	0,10%	13,09	0,09%
Oil Terminal	OIL	Petrol si gaze	10,00%	164,29	0,74	127,48	0,09%	13,63	0,09%
Electrica Furnizare Transilvania Sud	(nelistata)	Furnizare de electricitate	22,00%	40,33	0,83	1335,07	0,06%	61,45	0,41%
Electrica Furnizare Transilvania Nord	(nelistata)	Furnizare de electricitate	22,00%	29,47	0,62	1175,55	0,04%	51,43	0,35%
Aeroportul International Timisoara Traian Vuia	(nelistata)	Aeroporturi	20,00%	24,69	3,51	41,07	0,03%	18,58	0,13%
Aeroportul International Mihail Kogalniceanu	(nelistata)	Aeroporturi	20,00%	12,49	0,10	14,07	0,02%	2,79	0,02%
CN Administratia Porturilor Dunarii Fluviale	(nelistata)	Porturi	20,00%	21,19	3,32	18,64	0,02%	3,36	0,02%
Electrica Furnizare Muntenia Nord	(nelistata)	Furnizare de electricitate	22,00%	14,22	18,43	1326,21	0,02%	61,37	0,41%



Societate	Simbol	Domeniu	Detinere FP	Capitaluri Proprii	Profit Net	Cifra Afaceri	% VAN CNVM	Valoare estimata	% VAN estimat
CN Administratia Porturilor Dunarii Maritime	(nelistata)	Porturi	20,00%	8,44	0,16	9,33	0,01%	2,06	0,01%

Sursa: Prime Transaction, Fondul Proprietatea, date financiare 2009, curs bursier 13.01.2011, valori in milioane de lei

Alte societati cu o pondere totala de aproximativ 1% in VUAN-ul Fondului Proprietatea:

Societate	Simbol	Domeniu	Detinere FP
Severnav	SEVE	Constructie de nave	39,11%
Delfincom	DELF	Imobiliare	65,51%
Forsev	FORS	Metalurgie	28,14%
Palace	PACY	Hoteluri	15,43%
Prestari Servicii Bucuresti	PRVD	Servicii	70,56%
Comcereal Cluj	COCL	Agricultura	11,36%
Mecon	MECP	Produse metalice	12,51%
Alcom Timisoara	ALCQ	Imobiliare	71,90%
IOR	IORB	Produse pentru optica	2,82%
Mecanoenergetica	MEGU	Metalurgie	10,08%
Turdapan	TUSB	Imobiliare	44,07%
Telerom Proiect Bucuresti	TEBV	Proiectare IT&C	68,63%
Transilvania Com	TRVC	Imobiliare	40,00%
Comcereal Fundulea	CCFD	Agricultura	5,35%
Vitacom Sf. Gheorghe	VITO	Imobiliare	46,91%
Comcereal Miercurea Ciuc	CHAR	Agricultura	10,03%
Laromet	(nelistata)	Productie metale	6,52%
Carom - Broker de Asigurare	(nelistata)	Broker de asigurare	70,00%
Zamur Targu Mures	(nelistata)	Comert cu zahar	7,07%
Electroconstructia Elco Cluj	(nelistata)	Servicii instalatii electrice	7,62%
Celuloza si Otel	(nelistata)	Reciclare	8,63%
Salubriserv	(nelistata)	Colectarea deseurilor	17,49%
Commetex	(nelistata)	Comert cu amanuntul	15,99%
Comsig	(nelistata)	Imobiliare	69,94%
Cetatea	(nelistata)	Imobiliare	7,62%
Ciocarlia	(nelistata)	Restaurante	1,69%
Marlin	(nelistata)	Imobiliare	5,89%
World Trade Hotel	(nelistata)	Hoteluri	19,90%
Familial Restaurant	(nelistata)	Restaurante	2,76%
Romplumb	(nelistata)	Productie de plumb	51,00%

Sursa: Prime Transaction, Fondul Proprietatea

Societati cu pondere zero in VUAN-ul Fondului, aflate in reorganizare, lichidare, dizolvare, faliment sau avand capital propriu negativ:

Societate	Simbol	Domeniu	Detinere FP
Electromecanica Ploiesti	(nelistata)	Echipeamente militare	49,00%



Societate	Simbol	Domeniu	Detinere FP
Uzina Mecanica Bucuresti	(nelistata)	Echiptamente militare	36,60%
World Trade Center Bucuresti	(nelistata)	Imobiliare / inchirieri	19,90%
Plafar	(nelistata)	Sanatate	49,00%
Petrotel Lukoil	(nelistata)	Petrol si gaze	2,18%
Carbid Fox	(nelistata)	Produse chimice	7,97%
Simtex	(nelistata)	Cercetare si dezvoltare, inginerie	30,00%
Gerovital Cosmetics	(nelistata)	Produse cosmetice	9,77%
Retizoh	(nelistata)	Lucrari de izolatii	7,38%
Fecne	(nelistata)	Metalurgie	12,12%
Bat Service	BATS	Transport rutier	33,00%
Resib	RESI	Imobiliare/Hoteluri	2,88%

Sursa: Prime Transaction, Fondul Proprietatea

Pe baza metodologiei de evaluare si a valorilor estimate putem calcula VUAN-ul estimat:

Calcul VUAN estimat	(milioane lei)
Valoare estimata portofoliu	13530,93
Numerar, titluri de stat, alte active	1425,16
Datorii	129,41
Total activ net estimat	14826,68
Numar actiuni	13778,39
<b>Valoare unitara activ net estimat</b>	<b>1,076 lei / actiune</b>

Sursa: Prime Transaction

Tinand cont de faptul ca societatea se listeaza pe bursa de la Bucuresti, iar cele mai comparabile societati (SIF-urile) se tranzactioneaza cu un discount mediu de 54% fata de activul net, formulam un pret tinta pentru urmatoarele 6 luni de 0,8 lei / actiune, corespunzator unui discount de 30%. La acest pret putem adauga viziunea suplimentara a pietei, pozitiva sau negativa, fata de avantajele si dezavantajele actuale ale Fondului.

## Avantaje / Oportunitati

Pretul de tranzactionare este posibil sa includa un discount semnificativ fata de activul net

Listarea la Bursa de Valori Bucuresti din 25 ianuarie si planurile pentru listarea la Londra, probabil intr-un interval de un an vor duce la scaderea graduala a discountului fata de activul net la care este evaluat Fondul de catre investitori

Politica de dividende atractiva: propunere de distribuire in proportie de 100% a profitului ca dividende

Listarea pe bursa, in a doua parte a anului, a Romgaz si listarea de pachete suplimentare de actiuni la Translectrica (TEL), Transgaz (TGN) si OMV Petrom (SNP), societati importante din portofoliul Fondului

Planul de rascumparare a propriilor actiuni va creste sustinerea la cumparare dupa ce acesta va incepe sa fie executat, probabil in a doua parte a anului



Fondul beneficiaza de un administrator de renume international

Cumparatorii potentiali vor fi investitorii institutionali care opereaza in regiune (fonduri de pensii, fonduri mutuale, etc) si care se ghideaza dupa discountul fata de activul net, politica de dividend si renumele administratorului

## **Riscuri / Dezavantaje**

Infiintarea „gigantilor energetici” Electra si Hidroenergetica care vor include si companii neprofitabile ce ar urma sa fie subventionate de catre companiile profitabile

Donatia Romgaz creeaza un precedent periculos si transmite un mesaj negativ catre potentialii investitori institutionali

Majoritatea actionarilor doresc sa-si lichideze detinerile iar puterea si apetitul potentialilor cumparatori sunt necunoscute

Va exista o presiune constanta la vanzare pana la finalizarea despagubirilor

Publicitatea dinaintea listarii poate duce initial la un pret ridicat de tranzactionare si la o scadere ulterioara a pretului

Planul de rascumparare a propriilor actiuni nu va fi pus in practica in primele luni de tranzactionare pe bursa

## **Strategie recomandata de tranzactionare**

Neexistand o limita maxima de variatie in prima zi de tranzactionare, volatilitatea poate fi foarte ridicata iar publicitatea pozitiva dinaintea listarii s-ar putea concretiza intr-un pret intial ridicat la deschidere, urmat ulterior de un pret mai scazut. Ultimul pret la care s-au tranzactionat actiunile FP inainte de listare a fost de 0,48 lei / actiune conform informatiilor din presa.

Apreciem ca evolutia pretului actiunii ar putea fi asemanatoare unui grafic in forma de „V” si recomandam cumparare la un pret de 0,51 si vanzare la un pret de 0,80 lei / actiune, conform pretului nostru tinta.



## Glosar termeni

AGOA = Adunarea Generala Ordinara a Actionarilor

AGEA = Adunarea Generala Extraordinara a Actionarilor

VAN = valoarea activului net

VUAN = valoarea activului net pe actiune, echivalent cu valoarea unitara a activului net

CNVM = Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare

ANRE = Autoritatea Nationala de Reglementare in Domeniul Energiei

P/B = pret actiune / valoare contabila pe actiune

EV / EBITDA = valoarea totala a companiei impartita la veniturile inaintea dobanzilor, impozitului, deprecierii si amortizarii

Free-float = procent din numarul total de actiuni al unei societati care sunt liber tranzactionabile pe bursa de catre public, sau, altfel spus, o estimare a proportiei actiunilor care nu sunt detinute de actionari semnificativi

Medie = media aritmetica a valorilor, excluzand in unele cazuri valorile mult peste sau mult sub media celorlalte valori

Mediana = valoarea de mijloc, ce separa partea superioara a unui set de valori de partea inferioara a aceluiasi set



## Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro). Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*.

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114  
+4021 321 40 88; +4 0749 044 045  
E-mail: [office@primet.ro](mailto:office@primet.ro); fax: 021.321.40.90  
Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

[WWW.PRIMET.RO](http://WWW.PRIMET.RO)