



Departamentul Analiza SSIF Prime Transaction SA  
 (+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

## Transelectrica (TEL)

Emitem recomandarea de cumparare pentru actiunile Transelectrica (TEL), cu un pret tinta de 21,35 RON (12 luni), determinat prin metodologia Discounted Cash Flow (DCF). Adaugand dividendul propus de 2,228 lei/act, potentialul de crestere este de 30,27%.

Actiunile Transelectrica (TEL) s-au situat pe o tendinta crescatoare de la inceputul anului, crescand cu 16%, evolutia actiunii fiind sustinuta de rezultatele exceptionale raportate de companie pentru 2013 (cel mai mare profit net raportat de la listarea la BVB in 2006) si de randamentul dividendului propus, peste 12% raportat la ultimul pret din piata .

Transelectrica prezinta perspective pozitive in perioada urmatoare, pe fondul unei ameliorari treptate a tendintei descendente a cantitatii de energie electrica transportate (in urma semnalelor pozitive de la inceputul anului, care indica o scadere de doar 0,3% a consumului de electricitate in primele doua luni din 2014 si o crestere a productiei industriale cu 10% in primele doua luni din 2014), dupa ce volumul de energie tarifata a scazut cu 3,8% in 2013 fata de 2012. De asemenea, cresterea tarifului mediu de transport cu 4,7% de catre ANRE de la finalul anului trecut va compensa partial volumul mai mic de energie transportat pentru acest an (scadere estimata la 3% in 2014).

Noul management al Transelectrica a propus un program amplu de modernizare a retelei de transport (finantat din surse proprii si emisiuni de obligatiuni), care va influenta pozitiv evolutia bazei de active reglementate (BAR). In acest context, ne asteptam la o presiune pe cresterea tarifului de transport, in urma noilor investitii puse in functiune, luand in calcul o crestere anuala de 4% a tarifului in perioada 2015-2018.

In prezent, multiplicatorii la care se tranzactioneaza actiunile Transelectrica (TGN) se situeaza la niveluri semnificativ mai mici in cazul indicatorilor P/E, P/BV si EV/EBITDA fata de media companiilor din sector (companii similare din Europa), acest fapt fiind atribuit partial riscului de reglementare al activitatii Transelectrica. Gradul de subevaluare creaza premise importante de revenire a cotatei TEL pe termen mediu.

### Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

**Analist Financiar:** Maxim Moldovan

[maxim.moldovan@primet.ro](mailto:maxim.moldovan@primet.ro)

CNTEE Transelectrica	(simbol TEL)
Domeniu de activitate	Transportul energiei electrice
<b>Pret (14/04/2014)</b>	<b>18,10 RON</b>
<b>Pret tinta 12 luni</b>	<b>21,35 RON</b>
<b>Recomandare</b>	<b>BUY</b>
Capitalizare (14/04/2014)	1.326 mil. RON
Numar actiuni	73,3 mil.
Free float	27,81%

Performanta	1M	3M	12M	YTD
%	15,95%	17,69%	42,97%	14,63%

IFRS, mii RON	2013	2014 E	2015 E	2016 E
Cifra de afaceri	2.417.648	2.503.033	2.508.484	2.535.441
EBITDA	584.164	580.194	601.231	625.870
EBIT	249.022	212.308	214.084	219.462
Profit net	200.927	145.491	144.187	149.777
EPS (RON)	2,74	1,98	1,97	2,04
BVPS (RON)	35,66	36,08	36,39	36,71
DPS (RON)	2,228	1,59	1,57	1,02
EV/EBITDA	3,7	3,7	3,6	3,5
P/E	5,8	9,1	9,2	8,9
P/BV	0,4	0,5	0,5	0,5
Dividend Yield	9,77%	8,77%	8,69%	5,64%
Rata de distributie	81%	80%	80%	50%

Imbunatatirea performantei din exploatare a Transelectrica, estimata pentru anii urmasori, precum si imbunatatirea mixului de finantare a Transelectrica prin includerea obligatiunilor denumite in lei (care va conduce la reducerea riscului erodarii rezultatelor si fluxurilor de numerar operationale pe fondul unor evolutii nefavorabile pe piata valutara) vor contribui la stabilitatea rezultatelor companiei si la schimbarea perceptiei investitorilor Transelectrica drept un platitor stabil de dividende, cu randamente atractive.

Riscul principal vine din directia Fondului Proprietatea (FP), care ar putea sa-si lichideze participatia de 13,5% detinuta la Transelectrica, existand posibilitatea sa apara o presiune la vanzare in acel moment, asa cum s-a intamplat cand FP a vandut actiunile la Transgaz sau la Petrom. In acelasi timp, participatia de la Transelectrica (TEL) este inregistrata in portofoliul Fondului la un cost de 262,6 milioane lei (26,54 lei/act), astfel ca din dorinta de a evita marcarea unei pierderi in cazul vanzarii pachetului de actiuni sub acest pret poate amana lichidarea participatiei pana la revenirea cotatei actiunilor TEL mai aproape de costul istoric.

### • **Prezentare Transelectrica (TEL)**

Transelectrica (TEL) detine pozitia de monopol natural reglementat in sectorul transportului energiei electrice. In conformitate cu Legea Energiei Electrice, serviciul de transport al energiei electrice are caracter de monopol si se asigura de catre un singur agent economic pe baza de licenta emisa de ANRE si concesiune a serviciului public de transport si al retelei de transport. In lantul valoric al activitatilor privind energia electrica, Transelectrica detine pozitia de operator de transport si de sistem (OTS), asigurand legatura intre producatorii de energie si furnizori, la care se mai adauga si rolurile de operator al pietei de echilibrare, operator de masurare si operator de alocare al capacitatilor pe liniile de interconexiune. Transelectrica mai are misiunea de mentinere in siguranta a functionarii sistemului energetic national (SEN), de dezvoltare durabila a infrastructurii retelei electrice de transport.

Profitabilitatea afacerii este data de rentabilitatea bazei reglementate a activelor care depinde de rata reglementata a rentabilitatii si baza reglementata a activelor (BAR). Veniturile Transelectrica sunt generate de activitati cu profit permis (serviciul de transport, serviciul de sistem functional) si activitati fara profit (serviciul de sistem tehnologic, serviciul de echilibrare, scheme suport), toate activitatile fiind supuse reglementarilor ANRE.

Veniturile obtinute de Transelectrica din serviciul de transport, care reprezinta cea mai mare pondere din veniturile generate de activitatile cu profit permis (90% in 2013), sunt reglementate de catre ANRE conform unui model venit-plafon, metodologie care permite recuperarea costurilor operationale si a costurilor de investitii si obtinerea unui randament financiar stabilit de ANRE. Din punct de vedere al principiilor si metodei de stabilire a veniturilor permise pentru activitatea de transport, sistemul de reglementare este stabilit pentru perioade de cinci ani.

Cea de-a treia perioada de reglementare (pentru 2014-2019) va incepe la jumatatea anului curent, intervalul 01.01.2013-30.06.2014 fiind considerat perioada de tranzitie de la perioada a doua de reglementare (finalizata in decembrie 2012), cu aplicarea metodologiei curente de stabilire a tarifului de transport. La finalul anului trecut, ANRE a marit tariful de transport aferent perioadei 01.01.2014-30.06.2014 cu 4,7%, dupa o majorare de 12,7% a tarifului de transport aferent anului 2013. In iulie 2014 asteptam o noua revizuire a tarifului pentru transport, iar din 2015 pana in 2018 estimam un avans de 4% al tarifului de transport, sustinut in principal de programul ambicios de investitii asumat de conducerea companiei si de tendinta descendenta a volumului transportat de electricitate pana in 2017.

In prezent, tarifele pentru serviciul de transport aprobate de catre ANRE sunt de tip monom, utilizand drept baza de colectare a veniturilor reglementate volumul energiei vehiculate in retele. Sistemul binom, planificat sa fie implementat de ANRE intr-un orizont de timp mediu, utilizeaza ca baza de colectare a veniturilor reglementate atat energia vehiculata in

rețele, cât și capacitatea rețelei. Beneficiul major al sistemului de tarifare binom este creșterea predictibilității veniturilor, respectiv reducerea expunerii companiei la riscul nerecuperării integrale a costurilor reglementate pe fondul producerii unor contractii neanticipate ale volumului tarifabil de energie.

În ce privește evoluția cantității de energie electrică transportată, anticipăm în perioada 2014-2017 o ameliorare a tendinței descendente a volumelor de energie, în urma semnalelor pozitive de la începutul anului curent, care indicau o scădere de doar 0,3% a consumului de electricitate în primele două luni din 2014 și o creștere a producției industriale cu 10% în primele două luni din 2014. Astfel, am considerat scăderi ale volumelor de energie tarifate de 3%, 2% și 1% în 2014, 2015, respectiv 2016, o stagnare în 2017, și o revenire ușoară (1%) în 2018 și 2019, în comparație cu o scădere anuală de 4% (ca urmare a creșterii eficienței consumatorilor mari de energie) a cantității de energie transportate în perioada 2013-2017 prevăzută în Planul de management propus de Consiliul de Supraveghere. De asemenea, estimările de creștere a PIB-ului în perioada 2014-2017 cu rate cuprinse între 2,3% și 3,3% (conform Comisiei Naționale de Prognoza) vin să susțină ipoteza unei ameliorări a tendinței descendente a volumelor de energie pe termen mediu.

Conducerea Transelectrica și-a asumat un plan ambițios de investiții în perioada 2013-2017, în valoare de 2,2 miliarde lei, un nivel de investiții cu peste 50% față de cel realizat în perioada 2009-2012. Strategia de accelerare a ritmului investițional își propune modernizarea și rețehnologizarea rețelei electrice de transport, cu scopul scaderii constante a cheltuielilor operationale (cele cu mentenanța și reparațiile). Această strategie va avea un impact pozitiv și asupra bazei de active reglementate (BAR), conducând la stoparea și reversarea tendinței descendente manifestate pe durata ultimilor ani, efectele fiind așteptate să apară în a doua jumătate a perioadei datorită duratei mari de execuție a proiectelor de investiții.

Programul de investiții va fi finanțat parțial prin emisiunea de obligațiuni negarantate în valoare de 900 mil. lei, în mai multe tranșe în perioada 2013-2017. În decembrie 2013 Transelectrica a emis prima tranșă de obligațiuni în valoare de 200 mil. lei, cu maturitate 5 ani, la o dobândă fixă de 6,1%. Astfel, ponderea datoriilor denominate în lei a crescut la 20% la finalul lui 2013 față de doar 4% în 2012.

Includerea obligațiunilor în mixul de finanțare al Transelectrica va avea efecte benefice pe termen mediu și lung asupra companiei, prin diversificarea opțiunilor de finanțare, reducerea expunerii pe riscul valutar (prin îmbunătățirea predictibilității costurilor financiare și reducerea riscului erodării rezultatelor și fluxurilor de numerar operationale pe fondul unor evoluții nefavorabile pe piața valutară), reducerea expunerii la riscul ratei dobânzii (prin atragerea finanțării la rate fixe) și creșterea maturității medii a datoriilor.

mii RON	2013	2014	2015	2016	2017	Total
Proiecte de investiții	330.000	495.000	523.000	575.000	622.000	2.545.000
Puneri în funcțiune	300.000	180.000	421.000	521.000	722.000	2.144.000

Sursa: Transelectrica, Departamentul Analiza Prime Transaction

### • Structura acționariatului Transelectrica (TEL)

Actionarul majoritar este Statul Român care deține 58% din acțiunile companiei. Alți acționari cu dețineri de peste 5% sunt Fondul Proprietatea (13,5%) și SIF Oltenia (7,26%). Fondul Proprietatea și-a menținut constantă deținerea în 2013, în timp ce SIF Oltenia și-a crescut participatia de la 6,3% pe parcursul anului trecut. Pe termen mediu, există riscul de ieșire a Fondului Proprietatea din acționariatul Transelectrica, cel mai recent exemplu în această direcție fiind lichidarea participatiei de 15% din acțiunile Transgaz la finalul anului trecut.

Actionar	Numar actiuni 31/12/2013	Pondere capital social
Statul Roman	43.020.309	58,69%
Fondul Proprietatea	9.895.212	13,50%
SIF Oltenia	5.320.582	7,26%
Alti actionari	15.067.039	20,55%
Total	73.303.142	100%

Sursa: Transelectrica, Departamentul Analiza Prime Transaction

Un factor care vine sa sustina imbunatatirea semnificativa a profitabilitatii Transelectrica in anii urmasori este reprezentat si de criteriile de performanta asumate de Consiliul de Supraveghere ce sunt direct proportionale cu adaugarea de plusvaloare investitiei actionarilor, prin cresterea capitalizarii companiei si distribuirii de dividende catre actionari. De asemenea, o parte din remunerarea conducerii este legata de evolutia actiunii pe Bursa (prin acordarea fiecarui membru a Consiliului de Supraveghere de optiuni de cumparare pe titluri Transelectrica)

- **Evolutia actiunilor Transelectrica (TEL) in ultimele 12 luni**



Sursa: Prime Analyzer, Departamentul Analiza Prime Transaction

- **Analiza comparativa**

Companie	P/E	P/BV	EV/EBITDA
----------	-----	------	-----------

Elia System Operator (Be)	13,0	1,0	10,1
Red Electrica (Sp)	14,9	3,6	9,7
Terna (It)	15,1	2,6	9,7
National Grid (UK)	11,8	2,7	10,9
Redes Energéticas Nacionais (Pt)	12,4	1,4	8,1
Medie	13,4	2,3	9,7
<b>Transelectrica</b>	<b>6,6</b>	<b>0,5</b>	<b>3,7</b>
<b>Premium/Discount</b>	<b>-50,9%</b>	<b>-77,7%</b>	<b>-62,2%</b>

*Sursa: Capital IQ, Departamentul Analiza Prime Transaction*

**Actiunile Transelectrica (TEL) se tranzactioneaza la discount-uri semnificative fata de companiile similare din sector in cazul indicatorilor P/E, P/BV si EV/EBITDA, acest fapt fiind atribuit partial riscului de reglementare al activitatii Transelectrica.**

### • Evaluare pe baza metodologiei Discounted Cash Flows (DCF)

In elaborarea proiectiilor elementelor din contul de profit si pierdere, am considerat urmatoarele ipoteze:

- Pentru perioada 2014-2017 am considerat o ameliorare a evolutiei descendente a volumului de energie electrica transportate, dupa o scadere de 4% a cantitatii transportate in 2013. Semnalele pozitive de la inceputul anului curent (o scadere de doar 0,3% a consumului de electricitate in primele doua luni din 2014, cresterea productiei industriale cu 10% in primele doua luni din 2014) pot fi indicii privind o stabilizare usoara a consumului de electricitate. Astfel, am considerat scaderi ale volumelor de energie tarificate de 3%, 2% si 1% in 2014, 2015, respectiv 2016, o stagnare in 2017, si o revenire usoara (1%) in 2018 si 2019.
- Pentru 2014 am considerat tariful de transport prevazut in BVC 2014 (22,79 lei/MWh), iar pentru perioada 2015-2018 o crestere anuala de 4% a tarifului mediu de transport, tendinta fiind sustinuta de planul ambitios de investitii initiat de Transelectrica pentru modernizarea retelei de transport;

	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Energie tarificata (TWh)	51,85	50,29	49,29	48,80	48,80	49,28	49,78
Evolutie %	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	1%
Tarif mediu pentru serviciul de transport (lei/MWhh)	21,75 (efectiv)	22,79	23,70	24,65	25,64	26,66	27,46
Evolutie tarif (%)	14,43%	4,80%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	3,00%
Venituri din serviciul de transport (mii. lei)	1.156.483	1.169.212	1.190.219	1.224.798	1.272.910	1.334.956	1.387.908

*Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction*

- Cheltuielile de personal au fost mentinute constante, fiind ajustate cu ratele inflatiei estimate de Comisia Nationala de Prognoza;
- Procentul consumului propriu tehnologic a fost considerat constant la nivelul de 2,4%, conform Planului de administrare pentru perioada 2013-2017. Preturile de achizitie a curentului electric pentru consumul propriu tehnologic sunt asteptate sa se mentina la nivelul actual pe termen mediu, pe fondul mentinerii excesului productiei de curent electric fata de consum;
- Cheltuielile cu amortizarea cresc cu o rata medie anuala de 6% in perioada 2013-2019, in urma eforturilor investitionale ale companiei;

IFRS, mii RON	2011	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
<b>Cifra de afaceri</b>	3.088.672	2.719.196	2.417.648	2.503.033	2.508.484	2.535.441
Venituri din serviciul de transport	1.115.186	1.080.214	1.156.483	1.169.212	1.190.219	1.224.798
Alte venituri cu profit permis	65.000	63.762	64.040	93.512	91.762	90.905
Venituri cu profit zero	1.908.434	1.575.220	1.197.125	1.240.309	1.226.503	1.219.738
Alte venituri	42.898	48.492	54.667	52.438	53.906	55.254
<b>Venituri din exploatare</b>	3.131.570	2.767.688	2.472.315	2.555.471	2.562.390	2.590.694
Cheltuieli cu personalul	155.866	170.361	170.643	174.738	179.631	184.122
Cheltuieli privind consumul propriu tehnologic	251.538	252.390	221.584	210.230	206.025	203.965
Alte cheltuieli din exploatare (suma)	2.250.869	1.947.144	1.495.924	1.590.309	1.575.503	1.780.703
<b>EBITDA</b>	473.297	397.793	584.164	580.194	601.231	625.869
Amortizare	297.690	314.844	335.142	367.886	387.147	406.408
<b>EBIT</b>	175.607	82.949	249.022	212.308	214.084	219.462
Rezultat financiar net	-32.457	-35.903	-9.271	-39.104	-42.433	-41.156
<b>EBT</b>	143.150	47.046	239.751	173.204	171.651	178.306
Impozit pe profit	33.212	12.556	38.824	27.713	27.464	28.529
<b>Profit net</b>	109.938	34.490	200.927	145.491	144.187	149.777
EPS (lei/act)	1,50	0,47	2,74	1,98	1,97	2,04
<b>Dividend brut (lei/act)</b>	1,10	0,40	2,23	1,59	1,57	1,02
Rata de distributie (%)	73,34%	85,86%	81,28%	80,00%	80,00%	50,00%

Sursa: Transelectrica, Departamentul Analiza Prime Transaction

Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) a fost estimat in baza ipotezelor enumerate mai jos (Tabelul 1 din *Anexe*):

- Costul capitalului propriu a fost determinat pornind de la o rata fara risc de 5,3% (randamentul obligatiunilor Romaniei pe 10 ani) si o prima de risc care scade la 6% (pentru valoarea terminala) de la 7% in 2014.
- Costul datoriei se situeaza la 8%, iar in cazul valorii terminale - 7,5%;
- Raportul intre capitaluri proprii si datorii este de 50% vs. 50%, conform ultimei structuri a pozitiei financiare (31.12.2013).

**Astfel, WACC variaza intre 8,80% (2019, valoare terminala) si 9,51% (perioada 2014-2015).**

In estimarea fluxurilor de numerar am considerat urmatoarele ipoteze (Tabelul 2 din *Anexe*):

- Cheltuielile de investitii (CAPEX) au fost preluate din programul de investitii propus in „Planul de administrare al Transelectrica in perioada 2013-2017”, iar pentru 2018 si 2019 (valoarea terminala) a fost luata in considerare suma de 500 mil. lei in fiecare an;
- Marja EBIT din 2019 (valoarea terminala) se situeaza la 10%;
- A fost considerata o rata de crestere pe termen lung de 2% (g) pentru determinarea valorii terminale.

**Evaluarea prin metoda Discounted Cash Flows (DCF) a condus la un pret tinta de 21,35 lei/act. Adaugand si dividendul propus pentru exercitiul financiar 2013, de 2,228 lei/act, potentialul de crestere este de 30,27%, rezultand recomandarea de BUY.**

- *Anexe*

**Tabel 1 - Calcul WACC (costul mediu ponderat al capitalului)**

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 TV
Rata fara risc	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Prima de risc	7%	7%	6,50%	6,50%	6,50%	6,00%
BETA	1	1	1	1	1	1
Costul capitalului	12,30%	12,30%	11,80%	11,80%	11,80%	11,30%
Costul datoriei	8%	8%	8%	8%	8%	7,50%
Costul datoriei nete de impozit	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,30%
Pondere capitaluri proprii in bilant	50%	50%	50%	50%	50%	50%
WACC	9,51%	9,51%	9,26%	9,26%	9,26%	8,80%
WACC compus	1,10	1,20	1,31	1,43	1,56	1,70

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 2 – Modelul DCF**

mii RON	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 TV
EBITDA	580.194	601.231	625.870	666.018	717.171	758.995
EBIT	212.308	214.084	219.462	232.644	262.129	271.372
Marja EBIT	8,48%	8,53%	8,66%	9,00%	9,88%	10,00%
EBIT (1-t)	178.339	179.831	184.348	195.421	220.188	227.952
(+) Amortizare si depreciere	367.886	387.147	406.408	433.373	455.042	477.794
(-) CAPEX	495.000	523.000	575.000	622.000	500.000	500.000
(-) Variatie capital de lucru	-7.882	-2.528	1.202	405	1.274	1.287
CAPEX/Amortizare	134,55%	135,09%	141,48%	143,53%	109,88%	104,65%
FCFF	59.107	46.505	14.553	6.390	173.956	204.460
WACC	9,51%	9,51%	9,26%	9,26%	9,26%	8,80%
Rata de actualizare compusa	109,51%	119,92%	131,03%	143,16%	156,42%	170,18%
PV of FCFF (31/12/2013)	53.974	38.779	11.107	4.463	111.211	120.140
Valoarea cumulata prezenta a FCFF	53.974	92.753	103.859	108.323	219.534	339.674
g		2%				
Valoare terminala (TV)		1.802.100				
Enterprise Value 31/12/2013 (mii RON)		2.141.775				
Minus: Datorie neta (31/12/2013)		576.749				
Capitalizare tinta		1.565.026				
Nr. actiuni		73.303				
<b>12M Pret tinta</b>		<b>21,35</b>				
Pret 14/04/2014 (lei/act)		18,10				
<b>Upside/Downside potential (fara dividend)</b>		<b>17,96%</b>				
Dividend propus 2013 (lei/act)		2,23				
<b>Upside/Downside potential (inclusiv dividend)</b>		<b>30,27%</b>				

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 3– Analiza de senzitivitate**

Rata de crestere a valorii terminale (g)							
WACC	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
7,30%	20,99	23,04	25,45	28,31	31,76	36,02	41,41
7,80%	19,33	21,11	23,17	25,59	28,46	31,93	36,21
8,30%	17,88	19,44	<b>21,23</b>	<b>23,30</b>	<b>25,73</b>	28,62	32,11
8,80%	16,61	17,99	<b>19,55</b>	<b>21,35</b>	<b>23,43</b>	25,87	28,77
9,30%	15,48	16,71	<b>18,09</b>	<b>19,67</b>	<b>21,47</b>	23,56	26,01
9,80%	14,48	15,58	16,81	18,20	19,78	21,59	23,69
10,30%	13,57	14,57	15,67	16,91	18,30	19,89	21,71

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 4– Bilant**

mii RON	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
Imobilizari corporale	3.683.211	3.572.864	3.699.978	3.835.831	4.004.424
Imobilizari necorporale	50.861	45.334	45.000	45.000	45.000
Imobilizari financiare	52.476	52.476	52.476	52.476	52.476
<b>Total active imobilizate</b>	<b>3.786.548</b>	<b>3.670.674</b>	<b>3.797.454</b>	<b>3.933.307</b>	<b>4.101.900</b>
Stocuri	40.076	36.979	37.000	30.000	30.000
Creante comerciale si alte creante	822.931	844.353	796.318	803.790	806.992
Numerar si echivalente de numerar	295.482	600.699	429.194	358.052	224.506
<b>Total active circulante</b>	<b>1.158.489</b>	<b>1.482.031</b>	<b>1.262.512</b>	<b>1.191.841</b>	<b>1.061.498</b>
<b>Total active</b>	<b>4.945.037</b>	<b>5.152.705</b>	<b>5.059.966</b>	<b>5.125.149</b>	<b>5.163.398</b>
<b>Total capitaluri proprii</b>	<b>2.430.758</b>	<b>2.613.897</b>	<b>2.644.466</b>	<b>2.667.744</b>	<b>2.690.814</b>
Imprumuturi	954.627	751.063	590.508	439.924	308.943
Obligatiuni	0	200.000	400.000	600.000	750.000
Alte datorii pe termen lung	602.951	595.754	530.966	530.425	544.187
<b>Total datorii pe termen lung</b>	<b>1.557.578</b>	<b>1.546.817</b>	<b>1.521.473</b>	<b>1.570.349</b>	<b>1.603.130</b>
Datorii comerciale si alte datorii	737.821	712.171	675.000	678.000	680.000
Alte datorii curente	27.875	61.137	58.472	58.472	58.472
Portiunea curenta a imprumuturilor pe termen lung	191.006	218.681	160.555	150.583	130.982
<b>Total datorii curente</b>	<b>956.702</b>	<b>991.989</b>	<b>894.027</b>	<b>887.055</b>	<b>869.454</b>
<b>Total datorii</b>	<b>2.514.280</b>	<b>2.538.806</b>	<b>2.415.501</b>	<b>2.457.405</b>	<b>2.472.584</b>
Total datorii si capitaluri proprii	4.945.038	5.152.703	5.059.966	5.125.149	5.163.398

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 5 – Tabloul fluxurilor de numerar**

mii RON	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
<b>EBT</b>	<b>47.046</b>	<b>239.751</b>	<b>173.204</b>	<b>171.651</b>	<b>178.306</b>
Impozit pe profit	-12.556	-38.824	-27.713	-27.464	-28.529
Amortizare	314.844	335.142	367.886	387.147	406.408
Alte elemente	-8.209	-80.063	0	0	0
Variatie capital de lucru	88.333	10.762	-7.882	-2.528	1.202



<b>Numerar net din activitatea de exploatare</b>	454.570	544.416	505.495	528.806	557.387
CAPEX	-376.640	-231.555	-495.000	-523.000	-575.000
<b>Numerar net utilizat in activitatea de investitii</b>	-376.640	-231.555	-495.000	-523.000	-575.000
Rambursari ale imprumuturilor pe termen scurt	-11.572	0	0	0	0
Trageri din imprumuturi pe termen scurt	0	0	0	0	0
Dividende platite	-79.680	-29.633	-163.319	-116.393	-115.350
Emisiune de obligatiuni	0	200.000	200.000	200.000	150.000
Plati de principal	-185.766	-189.175	-218.681	-160.555	-150.583
Plati la maturitate obligatiuni	0	0	0	0	0
<b>Numerar net utilizat in activitatea de finantare</b>	-277.018	-18.808	-182.001	-76.948	-115.933
<b>Cresterea neta a numerarului si echivalentelor de numerar</b>	-9.280	305.216	-171.506	-71.143	-133.546
<b>Numerar si echivalente de numerar la 1 ianuarie</b>	304.764	295.484	600.700	429.194	358.052
<b>Numerar si echivalente de numerar la sfarsitul exercitiului</b>	295.484	600.700	429.194	358.052	224.506

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

### **Tabel 6 – Indicatori de marja**

Marje	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
EBITDA margin	14,63%	24,16%	23,18%	23,97%	24,68%
EBIT margin	3,05%	10,30%	8,48%	8,53%	8,66%
EBT margin	1,73%	9,92%	6,92%	6,84%	7,03%
Net margin	1,27%	8,31%	5,81%	5,75%	5,91%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

### **Tabel 7 – Indicatori de profitabilitate**

Profitabilitate	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
ROA	0,70%	3,90%	2,88%	2,81%	2,90%
ROE	1,42%	7,69%	5,50%	5,40%	5,57%
ROCE	0,96%	5,30%	3,83%	3,73%	3,85%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

### **Tabel 8 – Indicatori de evaluare**

Indicatori	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
EPS (RON)	0,5	2,7	2,0	2,0	2,0
BVPS (RON)	33,2	35,7	36,1	36,4	36,7
DPS (RON)	0,4	2,2	1,6	1,6	1,0
EV/EBITDA	5,4	3,7	3,7	3,6	3,4
P/E	27,0	5,8	9,1	9,2	8,9
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Dividend Yield	3,2%	9,8%	8,8%	8,7%	5,6%
Rata de distributie	85,9%	81,3%	80,0%	80,0%	50,0%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

## Cum te ajuta Prime Analyzer?

### Starea pietei, luni, in jur de ora 14:30

Vrei sa stii recomandarile noastre pentru fiecare emitent si la ce ne asteptam in aceasta saptamana?

### Ideile de tranzactionare, in cursul saptamanii, dimineata

Vrei sa stii ce societati sunt interesante atat fundamental cat si tehnic in perioada urmatoare?

### Raportul saptamanal, sambata, in jur de ora 14:00

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au cumparat institutionalii, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai?

**Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!**

Descopera in Prime Analyzer: Graficele intraday pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Stirile sortate pe emitent, Tranzactiile persoanelor initate, Detinerile SIF-urilor si FP, CV-urile membrilor conducerii, Bugetele de venituri si cheltuieli, si multe altele...

Recomandare	Actiune	Potential de crestere/scadere
BUY	Acumulare (cresterea detinerilor)	Crestere de minim 15% fata de pretul actual
HOLD	Mentinerea expunerii	Evolutie intre -15% si +15% fata de pretul actual
SELL	Vanzare (reducerea expunerii)	O scadere de minim 15% fata de pretul actual

### Istoricul recomandarilor

Data	Rating	Pret	Pret tinta
17/04/2014	BUY	18,1 lei/act	21,35 lei/act



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114  
 +4021 321 40 88; +4 0749 044 045  
 E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90  
 Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

## 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 si autorii acestui material 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), la sectiunea „Info piata”/”Materiale analiza”. 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*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

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.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

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: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

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