



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

## UPDATE Raport de analiza Transgaz

### Sumar:

- Evolutia pretului actiunii TGN in ultimele 7 luni a fost una foarte volatila, la acest lucru contribuind actiunile gratuite distribuite la inceputul lunii mai, dar si rezultatele financiare.
- Proiectul gazoductului prin care urmeaza sa fie transportate gazele extrase din platoul continental al Marii Negre a facut pasi importanti inainte, in acest moment fiind asteptata decia finala de investitie din partea OMV Petrom si Romgaz pentru a demara lucrarile.
- Rezultatele financiare raman puternic influentate de veniturile din ajustarea cu inflatia a creantei privind Acordul de Concesiune, iar in primul trimestru al anului au fost afectate de efectul de baza fata de T1 2022, atunci cand a fost inregistrat un venit nerecurrent important.
- Valoarea estimata a companiei este ceva mai mare fata de cea din materialul anterior, realizat in luna noiembrie, inasa nu cu mult. Diferenta vine in principal de la evaluarea prin metoda comparatiei multiplilor de piata. Volatilitatea pretului actiunii a influentat si evaluarea DCF, mentinand costul capitalului propriu la un nivel asemanator cu cel din noiembrie, desi ratele de dobanda au scazut intre timp.

Acest raport nu este o recomandare de investitii. Valoarea estimata nu este un pret tinta pe care ne asteptam sa-l atinga actiunea emitentului, ci doar o valoare intrinseca, dependenta de confirmarea ipotezelor detaliate in raport. Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

Valoare intrinseca  
 estimata (lei/actiune)

**17,5817**

Departamentul Analiza  
 +4021.321.40.90  
[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

### Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 02.06.2023	15,4000
Capitalizare	2.901.075.161,60
Variatie pret YTD	-10,56%
➤ Relativ la BET	-14,59%
Variatie pret 1 luna	-34,47%
Variatie pret 12 luni*	2,88%
➤ Relativ la BET*	+4,87%
Maxim 52 saptamani*	24,8500
Minim 52 saptamani*	12,5900
Valoare medie tranzactii 60 zile	1.077.500,07 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVV

## Prezentarea companiei

Dupa o perioada foarte buna, in care pretul actiunii a ajuns cu mult peste evaluarea noastra din update-ul din luna noiembrie 2022, in mai 2023 acesta a pierdut tot terenul pe care il castigase in ultimele cinci luni. Trebuie precizat ca in scaderea abrupta din ultima luna nu e inclusa vreo distributie de dividende, data ex-dividend fiind pe 27 iunie. Spre finalul acestei perioade de scadere (despre care nu putem sti daca s-a terminat sau nu), pe 31 mai, am avut si un maxim al volumului tranzactionat pentru ultimele luni, fiind tranzactionate aproape 0,25% din actiunile companiei.

Published on TradingView.com, June 03, 2023 14:41:17 EEST  
BVB:TGN, D O: 15,9000 H: 16,1600 L: 15,1600 C: 15,4000



TradingView

Sursa: BVB

Daca in ceea ce priveste cresterea cotatei din prima parte a anului putem gasi mai multe motive, care tin in principal de rezultatele financiare si de perspectivele companiei, motivele scaderii recente nu sunt la fel de clare. Inceputul scaderii a coincis cu majorarea de capital social cu actiuni gratuite (cu 15 actiuni noi la fiecare actiune veche), iar un al doilea „val” de scadere a inceput dupa anuntarea rezultatelor financiare pentru T1 2023, cu un profit net la jumătate fata de cel din perioada similara a anului trecut. Totusi, majorarea de capital nu ar fi trebuit sa influenteze pretul actiunii, iar rezultatele financiare, desi au fost mai slabe decat cele din T1 2022, au avut aceasta traiectorie in principal pentru ca in urma cu un an a fost inregistrat un venit nerecurrent mare.

Indice	Pondere
BET	2,82%
BET-XT	2,94%
BET-NG	8,66%
BET-BK	4,10%
BET Plus	2,62%
BET-TR	2,76%
BET-XT-TR	2,88%

Prezentare companie	
Adresa	Piata C.I.Motas nr. 1, Medias
Web	<a href="http://www.transgaz.ro">www.transgaz.ro</a>
ISIN	ROTGNTACNOR8
Sectiune bursa	BVB
Segment	Premium
Piata principala	REGS
Data listarii	24.01.2008
Numar actiuni	188.381.504
Valoare nominala	10,00 RON
CAEN principal	4950
Indice VEKTOR	9,50

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
<b>Actionar majoritar</b>	<b>110.221.446</b>	<b>58,51%</b>
Statul Roman prin SGG	110.221.446	58,51%
<b>Institutionali, dintre care:</b>	<b>44.491.376</b>	<b>23,62%</b>
NN Pensii	12.393.136	6,58%
Allianz Pensii Private	8.870.560	4,71%
Metropolitan Life Pensii	5.272.112	2,80%
SIF Oltenia	3.892.976	2,07%
Aegon Pensii	3.713.216	1,97%
Generali Pensii	3.331.744	1,77%
BCR Pensii	2.368.272	1,26%
BRD Pensii	1.838.432	0,98%
<b>Free float total</b>	<b>78.160.058</b>	<b>41,49%</b>

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

Printre evenimentele mai importante din ultimele sapte luni s-au numarat:

- Pe 7 decembrie 2022 a fost aprobata majorarea capitalului social cu actiuni gratuite din incorporarea profitului anilor precedenti, prin acordarea a 15 actiuni noi la fiecare actiune

### Conducerea companiei

Nume	Funcție
Ion Sterian	Administrator executiv – Director general
Petru Ion Vaduva	Administrator neexecutiv – presedinte CA
Orosz Csaba	Administrator neexecutiv provizoriu
Gheorghita Agafitei	Administrator neexecutiv provizoriu
Nicolae Minea	Administrator neexecutiv

Sursa: Transgaz

- detinuta. Data de inregistrare pentru majorarea de capital a fost pe 3 mai 2023, iar modificarea propriu-zisa a avut loc pe 4 mai.
- Tot pe 7 decembrie 2022 a fost demarata prima etapa a procesului prin care urmeaza sa fie construita infrastructura de transport care sa preia gazele din platoul continental al Marii Negre, cel mai mare zacament fiind exploatat in parteneriat de OMV Petrom si Romgaz. Ulterior, dupa parcurgerea etapei neangajante si a primirii de oferte angajante din partea celor doua companii, pe 16 martie 2023 a fost semnata o declaratie privind incheierea contractelor de transport, angajamentele cumulate primite de Transgaz fiind in valoare de 2,82 mld. RON, pentru perioada mai 2026 – octombrie 2042. Inceperea lucrarilor la gazoductul care va face legatura intre Tuzla si statia de comprimare de la Podisor, jud. Giurgiu, este conditionata de adoptarea deciziei finale de investitie de catre OMV Petrom si Romgaz pentru exploatarea perimetrului din Marea Neagra, asteptata pentru jumatatea acestui an. Costurile cu constructia gazoductului sunt estimate la 478 mil. EUR si ar putea fi finantate (nu e clar daca partial sau integral) din fonduri europene.
- La AGOA din 27 aprilie a fost aprobat un dividend in valoare de 0,7 RON/actiune, cu un randament de 3,28% raportat la pretul actiunii din momentul respectiv sau 4,55% la pretul de inchidere din 2.06.2023. Dividendul este cu aproape un sfert sub cel de anul trecut si cu aproape jumatate sub cel pe care il estimam anterior, desi rezultatele pe 2022 au fost unele mult mai bune decat cele din anul precedent. Conducerea Transgaz a publicat la jumatatea lui martie o propunere de dividend bazata pe o alocare catre dividende a doar 50% din profitul distribuibil, fiind printre companiile de Stat care au reusit sa convinga Guvernul sa le excepteze de la aplicarea Memorandumului care prevedea o rata de distributie de 90% in acest an. Cel mai probabil, aceasta exceptie are legatura in primul rand cu nevoia de a finanta gazoductul Tuzla-Podisor, prin care ar urma sa fie transportate gazele din platoul continental al Marii Negre.

## Analiza rezultatelor financiare

### Rezultate financiare T1 2023

Indicator (RON)	T1 2023	T1 2022	Evolutie T1	2022	2021	Evolutie anuala
Venituri transport intern	396.326.725	411.334.767	-3,65%	1.356.044.593	1.164.418.613	16,46%
Venituri transport international	29.016.164	11.255.499	157,80%	73.926.517	72.037.147	2,62%
Alte venituri	34.980.892	34.521.352	1,33%	149.312.392	128.493.903	16,20%
<b>Total transport gaze</b>	<b>460.323.781</b>	<b>457.111.618</b>	<b>0,70%</b>	<b>1.579.283.502</b>	<b>1.364.949.663</b>	<b>15,70%</b>
Amortizare	-114.337.733	-107.024.986	6,83%	-435.409.965	-359.741.684	21,03%
Cheltuieli cu personalul	-128.191.168	-98.348.031	30,34%	-495.131.807	-467.705.112	5,86%

Consum tehnologic, materiale si consumabile	-40.771.367	-46.197.908	-11,75%	-180.267.951	-112.818.316	59,79%
Cheltuieli cu redevente	-1.691.096	-1.690.361	0,04%	-5.703.430	-4.945.824	15,32%
Intretinere si transport	-6.481.139	-6.515.044	-0,52%	-37.253.061	-32.925.423	13,14%
Impozite si alte sume datorate statului	-16.059.903	-16.016.603	0,27%	-86.781.521	-86.200.783	0,67%
Venituri/cheltuieli provizioane	-4.324.567	-4.668.455	<b>-7,37%</b>	-18.096.076	7.226.509	<b>-350,41%</b>
Alte cheltuieli de exploatare	-40.903.284	62.910.924	-165,02%	-174.323.882	-187.128.338	-6,84%
<b>Rezultat operational</b>	<b>107.563.524</b>	<b>239.561.154</b>	<b>-55,10%</b>	<b>146.315.809</b>	<b>120.710.692</b>	<b>21,21%</b>
Rezultat financiar net	42.315.694	75.175.381	<b>-43,71%</b>	273.259.929	109.539.200	<b>149,46%</b>
<b>Profit brut</b>	<b>149.879.218</b>	<b>314.733.535</b>	<b>-52,38%</b>	<b>419.575.738</b>	<b>230.249.892</b>	<b>82,23%</b>
Impozit pe profit	-26.258.990	-56.376.380	<b>-53,42%</b>	-72.507.267	-53.445.225	<b>35,67%</b>
<b>Profit net</b>	<b>123.620.228</b>	<b>258.357.155</b>	<b>-52,15%</b>	<b>347.068.471</b>	<b>176.804.667</b>	<b>96,30%</b>

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Transgaz a avut un trimestru mai slab decat perioada similara a anului trecut, cu o injumatatire a profitului net cauzata, in cea mai mare parte, de un efect de baza negativ in ceea ce priveste provizioanele pentru creante incerte.

Veniturile consolidate din activitatea principala au avut o crestere usoara, de 0,7%, de la 457,11 mil. RON la 460,32 mil. RON, aceasta fiind rezultatul miscarilor de sens opus ale veniturilor din transportul intern de gaze (+15,01 mil. RON) si celor din transportul international (+17,76 mil. RON). In ceea ce priveste veniturile din transportul intern de gaze, care acopera in proportie covarsitoare veniturile totale, cea mai mare influenta asupra rezultatelor a venit de la componenta de rezervare de capacitate (-13,15 mil. RON), in principal de la tariful mediu mai mic pentru rezervare de capacitate, in timp ce componenta volumetrica a avut un impact negativ de doar 4,42 mil. RON, exclusiv din reducerea cantitatii de gaze transportate (pe datele individuale).

Cresterea veniturilor a fost prea mica pentru a acoperi costurile mai mari, in principal pe cele cu personalul si cu amortizarea. Cheltuielile cu personalul au crescut cu 30,34%, sau 29,84 mil. RON, in timp ce amortizarea a urcat cu 6,83%, sau 7,31 mil. RON, ca urmare a punerii in functiune a unor noi proiecte de investitii. La fel ca si in cazul Electrica si Transelectrica, si la Transgaz cheltuielile cu consumul propriu tehnologic, materialele si consumabilele au scazut, avand un impact pozitiv de 5,43 mil. RON la nivel consolidat.

Cea mai mare influenta asupra rezultatelor a avut-o, de departe, pozitia, „Alte cheltuieli de exploatare”, care a ajuns de la un venit net de 62,91 mil. RON la o cheltuiala neta de 40,9 mil. RON. Motivul principal a fost efectul de baza fata de anul trecut, atunci cand a fost inregistrat un venit net de 116,34 mil. RON din incasarea unor creante restante ale Electrocentrale Bucuresti (ELCEN). In acest an nu a mai aparut niciun client cu restante de asemenea dimensiune care sa le plateasca, asa ca rezultatul net din deprecierea creantelor incerte a ajuns la o cheltuiala de 18,83 mil. RON, de la un venit net de 85,49 mil. RON in T1 2022. O influenta mai mica a venit si de la cheltuielile cu utilitatile, in scadere cu 5,72 mil. RON, de la 6,99 mil. RON la 1,27 mil. RON.

Efectul de baza dat de incasarea creantelor ELCEN, impreuna cu cresterea generala a cheltuielilor, au dus rezultatul operational la mai putin de jumatate, de la 239,56 mil. RON in T1 2022 la 107,56 mil. RON in T1 2023 (-55,1%). Rezultatul financiar a avut de asemenea o evolutie negativa, scazand cu 43,71%, de la 75,18 mil. RON la 42,32 mil. RON, o scadere care a avut doua surse principale. Pe de o parte vorbim tot despre un efect de baza, dar de veniturile mai mici din ajustarea cu inflatia a creantei privind Acordul de Concesiune, ca urmare a scaderii ratei inflatiei (-24,45 mil. RON, sau 32,15%), iar pe de

alta parte despre cheltuielile mai mari cu dobanzile (+17,22 mil. RON, sau 235,76%), cauzate atat de ratele mai mari de dobanda, cat si de gradul de indatorare mai mare comparativ cu anii trecuti.

Per total, profitul net a avut un ritm de scadere asemanator cu al celui operational, ajungand de la 258,36 mil. RON la 123,62 mil. RON (-52,15%). Este un rezultat destul de slab, insa daca avem in vedere motivul principal al scaderii de profit era un rezultat de asteptat. Spre deosebire de TEL si EL, Transgaz activeaza pe o piata mai stabila, existenta a doar doi producatori de gaze facand mai usoara impunerea de plafoane de pret, cu ceva timp inainte de cele de pe piata energiei electrice. Asta a facut ca in 2021 sa nu ajunga pe pierdere sau aproape de ea, insa va avea si efectul invers, ca in acest an sa limiteze oportunitatile de revenire.

## Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	T1 2023 TTM
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,10	1,38	3,45	3,35	3,03	3,81
Numerar/Active	14,19%	6,09%	4,01%	5,18%	5,07%	4,71%
Datorii totale/Active	25,68%	34,87%	48,12%	50,43%	49,85%	47,40%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	749,51	537,00	413,21	482,25	584,59	459,91
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	2,99	1,65	1,37	1,09	0,79	0,85
Rata curenta	3,59	2,58	1,65	1,42	1,43	1,59
Rata numerarului	1,69	0,66	0,41	0,44	0,43	0,48
Efect de levier	0,35	0,54	0,93	1,04	1,01	0,92
Durata incasare creante	81,47	61,60	52,88	101,92	85,85	73,92
Durata mentinere stocuri	41,22	89,52	56,88	47,85	120,70	133,29
Durata plata furnizori	15,97	46,89	27,26	62,72	155,16	142,94
Ciclu conversie numerar (zile)	106,72	104,23	82,50	87,04	51,39	64,27
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	9,48%	6,41%	2,59%	2,27%	4,43%	2,71%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	13,48%	9,11%	4,32%	4,41%	8,90%	5,39%
<b>Eficienta operationala</b>						
Rata de rotatie a activelor	0,39	0,46	0,46	0,27	0,23	0,23
Rata de rotatie capital propriu	0,55	0,65	0,76	0,53	0,47	0,46
<b>Profitabilitate</b>						
Marja operationala	33,65%	23,43%	11,25%	14,81%	18,07%	16,66%
Marja neta	24,61%	13,97%	5,65%	8,28%	18,91%	11,71%
Marja EBITDA	37,21%	21,97%	14,12%	23,73%	31,16%	24,68%
Rata efectiva de impozitare	14,96%	17,17%	17,20%	28,02%	17,18%	16,49%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Rezultatele bune din al doilea semestru al anului trecut au facut ca indicatorii din tabel sa aiba in cea mai mare parte evolutii pozitive fata de update-ul anterior, realizat in luna noiembrie 2022 (pentru care rezultatele luate in calcul au fost cele la sase luni).

## Risc financiar

Aceasta categorie de indicatori a ramas intr-o zona apropiata de cea din urma cu sapte luni, cu raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA in scadere cu doar 0,01, de la 3,82 la 3,81, si cel intre datoriile totale si active in scadere usoara de la 49,59% la 47,40%. E de asteptat ca in viitor sa vedem o inrautatare a celor doi indicatori, cauzata de nevoia de a finanta gazoductul Tuzla – Podisor, pentru care e greu de crezut ca vor putea fi atrase fonduri europene fara cofinantare din partea companiei. Pe de alta parte, unul dintre creditele mai recente, contractat pentru a finanta activitatea de echilibrare, va putea fi inchis dupa ce volatilitatea pretului gazelor naturale se va reduce.

## Lichiditate

Ratele de lichiditate au crescut fata de cele din materialul anterior, ramanand in aceeasi zona in care ajunsesera la finalul lui 2022. Ciclul de conversie a numerarului a ajuns la finalul lui 2022 la un minim al ultimilor 5 ani, revenind ulterior ceva mai sus, insa in continuare sub nivelul din anii trecuti.

## Rentabilitate si profitabilitate

Dupa un S2 2022 foarte bun, ratele de rentabilitate si marjele de profit au ajuns la niveluri foarte bune la finalul anului trecut, revenind insa aproape de locul din care plecasera dupa ce profitul nerecurrent din T1 2022 a fost scos din calcul. Chiar si la finalul lui 2022, atat marjele de profit, cat si cele doua rate de rentabilitate erau considerabil sub cele inregistrate pana in anul 2019 inclusiv.

## Evaluare

### Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales	Pret mediu	Pret mediu ajustat
Fluxys (Belgia)	22,74	2,96	1,63	6,82	1,69		
Amber Grid (Lituania)	25,94	2,09	4,67	13,03	8,39		
Snam (Italia)	13,30	1,57	5,10	12,55	9,32		
Enagas (Spania)	18,47	1,15	2,36	8,48	3,40		
<b>Medie</b>	<b>20,11</b>	<b>1,94</b>	<b>3,44</b>	<b>10,22</b>	<b>5,70</b>		
Transgaz	13,66	0,68	1,83	10,12	2,94		
Diferenta	-32,08%	-64,99%	-46,80%	-0,98%	-48,42%		
<b>Pret cu media emitentilor similari</b>	<b>22,6744</b>	<b>43,9919</b>	<b>28,9486</b>	<b>15,5522</b>	<b>29,8571</b>	<b>28,2049</b>	<b>24,2581</b>
Mediana emitenti Regulated Gas	13,80	1,57	1,16	9,37	1,20		
Diferenta	-1,01%	-56,69%	57,76%	8,00%	145,00%		
<b>Pret cu mediana emitentilor din sector</b>	<b>15,5578</b>	<b>35,5559</b>	<b>9,7617</b>	<b>14,2587</b>	<b>6,2857</b>	<b>16,2840</b>	<b>13,1928</b>

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Pentru evaluarea pe baza multiplilor de piata am luat in calcul aceiasi emitenti ca si in materialele anterioare. Este vorba despre doar 4 emitenti, dintre care unul singur, Amber Grid, desfasoara doar activitatea de transport al gazelor naturale, asa cum este cazul la Transgaz. Din acest motiv, in calculul valorii finale, rezultatul din evaluarea pe baza multiplilor este

ponderat cu 25%, iar cel din evaluarea prin metoda DCF cu 75%. Data fiind schimbarea numarului de actiuni in urma majorarii de capital social cu actiuni gratuite, rezultatele din acest material trebuie inmultite cu 16 pentru a fi comparate cu cele din update-ul anterior.

Mediile au crescut pentru toti cei patru multipli comparativ cu materialul din luna noiembrie, ceea ce nu s-a intamplat si pentru multiplii Transgaz. In cazul emitentului roman, trei dintre multiplii de piata au scazut (unul dintre ei foarte putin), iar doi au crescut.

In conditiile in care pretul actiunii, ajustat cu majorarea de capital social, a crescut usor fata de update-ul anterior, iar multiplii Transgaz au mers intr-o directie diferita fata de media emitentilor similari, valoarea rezultata a crescut. Pretul mediu ajustat, care exclude valoarea rezultata din comparatia multiplilor P/BV, a ajuns la 24,2581 RON/actiune, in crestere de la echivalentul a 20,3065 RON/actiune in materialul anterior. Valoarea rezultata folosind mediana emitentilor europeni din sectorul Regulated Gas, pe de alta parte, de la echivalentul a 13,7557 RON/actiune pana la 13,1928 RON/actiune.

### Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

#### Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Venituri totale</b>	<b>1.564,42</b>	<b>1.642,73</b>	<b>2.358,77</b>	<b>2.485,67</b>	<b>2.550,96</b>	<b>2.441,00</b>
<i>Evolutie</i>	-0,94%	5,01%	43,59%	5,38%	2,63%	-4,31%
Cheltuieli operationale	1.601,45	1.344,98	1.889,43	1.995,63	2.042,07	1.948,77
<i>Evolutie</i>	11,76%	-16,01%	40,48%	5,62%	2,33%	-4,57%
<b>Profit operational</b>	<b>-37,03</b>	<b>297,75</b>	<b>469,35</b>	<b>490,04</b>	<b>508,89</b>	<b>492,23</b>
<i>Evolutie</i>	-125,31%	-904,10%	57,63%	4,41%	3,85%	-3,27%
Marja operationala	-2,37%	18,13%	19,90%	19,71%	19,95%	20,16%
Rezultat financiar net	175,16	159,01	121,15	20,53	-43,25	-57,52
<i>Evolutie</i>	-35,90%	-9,22%	-23,81%	-83,05%	-310,67%	32,99%
<b>Profit net</b>	<b>113,95</b>	<b>456,75</b>	<b>590,50</b>	<b>510,56</b>	<b>465,64</b>	<b>434,71</b>
<i>Evolutie</i>	-69,54%	300,82%	29,28%	-13,54%	-8,80%	-6,64%
Marja neta	7,28%	27,80%	25,03%	20,54%	18,25%	17,81%

Sursa: estimari Prime Transaction

La fel ca si data trecuta, am luat in calcul o continuitate a activitatii dupa anul 2032, atunci cand se incheie Acordul de Concesiune, considerand ca e o varianta putin probabila aceea a incasarii creantei din acest acord si a incheierii activitatii.

Atragem atentia ca nu e vorba de o estimare propriu-zisa a rezultatelor financiare, ci de un scenariu pe care il consideram plauzibil pentru viitor.

Mai jos sunt principalele diferente fata de estimarea din noiembrie:1

- Rezultate mai slabe in acest an, cu pierdere operationala si profit net in scadere mare, ca urmare a rezultatelor de la inceputul anului si luand in considerare Bugetul de Venituri si Cheltuieli destul de pesimist aprobat de companie in AGA din februarie.



- Creștere a cheltuielilor cu investițiile între 2023 și 2026, fiind luat în calcul impactul proiectului gazoductului prin care vor fi transportate gazele din Marea Neagră, pentru care în momentul de față considerăm ca probabilitatea de realizare este una foarte ridicată.
- Tot ca urmare a realizării acestui proiect investițional, baza activelor reglementate ar urma să crească, iar împreună cu ea, veniturile din activitatea principală și cheltuielile cu amortizarea.
- Capital de lucru mai mare decât cel din estimarea anterioară.

În afara de acestea, rămân valabile celelalte ipoteze de la care am pornit în august:

- Cheltuielile cu investițiile, excluzând proiectul gazoductului Tuzla - Podisor, sunt estimate la un nivel relativ redus, comparativ cu ultimii ani. Ele includeau deja o estimare pentru acest proiect, însă acum ne așteptăm ca investițiile să fie concentrate într-o perioadă mai scurtă.
- Evoluția bazei de active reglementate în funcție de investiții și amortizare, aceasta din urmă fiind estimată ca procent din active, într-o zonă apropiată de datele istorice.
- Veniturile din activitatea de transport intern stabile în 2023, având în vedere prorogarea Ordinului ANRE pentru stabilirea tarifelor de transport, iar ulterior legate de baza de active reglementate.
- Cheltuielile operaționale, exceptând amortizarea, la un nivel relativ stabil raportat la venituri.
- Rata efectivă de impozitare de 17,5%, apropiată de media perioadei 2017-2021.
- Continuarea activității și după anul 2032, atunci când expiră actualul Acord de Concesiune, aceasta fiind de departe varianta cu cea mai mare probabilitate.

### Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>-30,55</b>	<b>245,64</b>	<b>387,21</b>	<b>404,28</b>	<b>419,84</b>	<b>406,09</b>
+ Amortizare	428,13	441,48	474,16	504,23	511,49	484,17
- Variație capital de lucru	-1,53	19,58	179,01	31,72	16,32	-27,49
- Cheltuieli de capital	700,00	1.000,00	1.000,00	700,00	200,00	200,00
<b>FCFF</b>	<b>-300,88</b>	<b>-332,45</b>	<b>-317,64</b>	<b>176,79</b>	<b>715,00</b>	<b>717,75</b>
<b>WACC</b>	<b>11,97%</b>					
Factor actualizare	1,0698	1,1979	1,3413	1,5019	1,6817	1,8830
FCFF actualizat	-140,62					
Terminal Value						8.240,60
Terminal Value actualizat	4.376,34					
Enterprise Value	4.645,44					
+ Numerar	382,01					
- Datorii	2.134,63					
Equity Value	2.892,83					
Numar actiuni	188.381.504					
<b>Valoare estimata pe actiune</b>	<b>15,3562</b>					

Sursa: estimari Prime Transaction

Indicator	Valoare
<b>Costul capitalului propriu (CAPM)</b>	<b>13,24%</b>
➤ Rata fara risc	6,69%



In afara de ipotezele expuse mai sus, pentru estimarea valorii actualizate a fluxurilor de numerar viitoare am mai luat in calcul:

- Capital de lucru legat de venituri.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 11,97%, influentat de:

➤ Prima de risc a pietei	10,09%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	16,78%
○ Rata fara risc	6,69%
➤ Beta (2 ani)	0,65
<b>Costul datoriilor</b>	<b>9%</b>
Pondere datorii	30%
Pondere capital propriu	70%
<b>WACC</b>	<b>11,97%</b>

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 13,27%, influentat la randul sau de:
  - Rata fara risc de 6,69%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani
  - Prima de risc a pietei de 10,09%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc.
  - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,65, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 9%, in scadere cu 2% fata de estimarea anterioara, ca urmare a evolutiei pietei monetare din aceasta perioada.
- Pondere de 30% a datoriilor si de 70% a capitalului propriu, apropiata de nivelul din prezent.

In mod normal, in conditiile actuale costul mediu ponderat al capitalului ar fi trebuit sa scada mai mult, insa in cazul de fata scaderea costurilor de finantare a fost insotita de o crestere a volatilitatii pretului actiunii, indicatorul Beta urcand de la 0,56 la 0,65 si tragand dupa el si costul capitalului propriu.

**Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 15,3562 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 0,28% mai mica decat pretul de inchidere din data de 2 iunie si cu 1,44% mai mica decat cea din materialul din noiembrie.**

**Valoarea medie ponderata ( cu 75% pondere pentru evaluarea prin metoda DCF si 25% pentru cea bazata pe multiplii de piata) este de 17,5817 lei/actiune, cu 14,17% mai mare decat pretul de piata al actiunii si cu 4,89% mai mare decat cel din materialul precedent.**

**Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus. Trebuie avute in vedere mai multe elemente care ar putea influenta in sus sau in jos evaluarea.**

Departament analiza,

Marius Pandeale

*Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!  
Cum?*

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursă, ce știri au mișcat prețurile, ce acțiuni au fost cele mai tranzacționate, ce a crescut și ce a scăzut, cum au evoluat acțiunile pe sectoare și nu numai.

### **Editoriale**

Opinii ale specialiștilor Prime Transaction privind evenimente bursiere, trenduri economice sau orice alte evoluții cu impact asupra pietelor bursiere.

**Intra în Prime Analyzer apăsând pe „Prime Analyzer” după ce te autentifici și informează-te în fiecare zi!**

Descopera în Prime Analyzer: Graficele pentru toți emitenții, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...



București, Sector 3, str. Caloian Județul 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.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare.

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 „Informatii 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 Autoritatea de Supraveghere Financiara, <http://www.asfromania.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul delegata (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.



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)