



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

OMV Petrom (SNP) - BUY

Emitem recomandarea de cumparare pentru actiunile OMV Petrom (SNP), cu un pret tinta la 12 luni de 0,4654 RON, determinat prin metoda Discounted Cash Flow (DCF). Potentialul de crestere raportat la pretul curent din piata este de 29,71%.

Pretul actiunilor OMV Petrom a fost afectat in mod semnificativ de scaderea cotelor petrolului pe plan international pana la minimele ultimilor sase ani. Cheltuielile nerecurente din 2014 au afectat la randul lor rezultatele financiare ale companiei, contribuind la randul lor la scaderea pretului.

Ambele evenimente au insa un caracter conjunctural, fiind putin probabil ca motivele scaderii cotelor SNP sa persiste pe termen lung.

Pe de o parte, pretul petrolului este la un nivel nesustenabil pe termen lung pentru marii producatori, el fiind mentinut la un nivel redus mai degraba ca parte a unui efort al tarilor OPEC (cu precadere al Arabiei Saudite) de a-si pastra cota de piata, amenintata de producatorii de petrol de sist din Statele Unite. Prin urmare, este de asteptat ca anii urmatori, si posibil chiar a doua jumatate a acestui an, sa aduca o revenire a pretului, pe masura ce o parte a producatorilor vor fi fortati sa scada productia, sub presiunea marjelor de profit apropiate de zero sau chiar negative.

Pe de alta parte, rezultatele preliminare ale Petrom pe 2014 includ pierderi din elemente speciale de circa 1,5 miliarde de lei, cea mai mare parte din deprecierea suplimentara pentru o parte a activelor. Lipsa acestor elemente nerecurente va compensa partial in acest an efectele scaderii pretului petrolului.

Ne asteptam ca profitul net al companiei sa revina pe trend pozitiv anul viitor, sustinut de cresterea cifrei de afaceri si de imbunatatirea marjei operationale.

Pe termen scurt, reducerea investitiilor cu 20-35% in acest an, anuntata de companie, ar putea duce la o crestere a ratei de distributie a profitului catre dividende, concretizata intr-un randament mai mare si posibil intr-

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

analiza@primet.ro

Analist Financiar: Marius Pandelescu

marius.pandele@primet.ro

OMV Petrom	(simbol SNP)
Domeniu de activitate	Industria petroliera
Pret (19/03/2015)	0,3588 RON
Pret tinta 12 luni	0,4654 RON
Recomandare	BUY
Capitalizare (17/03/2015)	20.324 mil. RON
Numar actiuni	56,644 mil.
Free float	9,36%

Performanta	1M	3M	12M	YTD
(%)	-7,2%	-7,6%	-19,2%	-12,1%

Actionar	Nr. Actiuni (mil.)	%
OMV AG.	28.894	51,01%
Ministerul Economiei	11.691	20,64%
Fondul Proprietatea	10.759	18,99%
Persoane fizice	999	1,76%
Persoane juridice	4.301	7,59%
Total	56.644	100%

o crestere a pretului actiunilor.

Cele mai importante riscuri asociate investitiei in actiunile Petrom sunt, in momentul de fata, o continuare a scaderii pretului petrolului si un exit partial al Fondului Proprietatea din actionariat, ambele cu impact pe termen scurt asupra pretului actiunilor.



Sursa: Prime Analyzer

• Prezentarea companiei

OMV Petrom este cea mai mare companie din Romania, cu o valoare de piata de aproape 5 miliarde de euro si peste 18.000 de angajati, fiind in acelasi timp una dintre cele mai mari companii din Europa Centrala si de Est in sectorul petrolier. Petrom este singura companie petroliera integrata din Romania, detinand majoritatea concesiunilor de explorare si exploatare a titeiului, rafinaria Petrobrazi si cea mai mare retea de distributie a produselor petroliere de pe piata.

Rezervele de petrol si gaze dovedite ale Petrom sunt de 775 milioane de barili echivalent petrol (dintre care 750 in Romania si 25 in Kazahstan), capacitatea anuala de rafinare este de 4,2 milioane de tone, iar reseaua de benzinarii este formata din aproximativ 800 de statii, incluzand atat benzinariile Petrom cat si pe cele OMV. De curand, compania a intrat si pe piata productiei de energie electrica, cu o centrala de 860 MW avand ca materie prima gazele naturale, insa investitia a reprezentat pana acum un esec.

Actionarul majoritar al societatii este grupul austriac OMV, cu 51% din actiuni, achizitionate in anul 2004 de la Statul roman in cadrul procesului de privatizare. Ministerul Economiei mai detine in prezent 20,6% din actiunile OMV Petrom, in timp ce Fondul Proprietatea are 19% din titluri, primite tot de la Stat in anul 2005. Free float-ul emitentului este de 9,36%, detinut in cea mai mare parte de persoane juridice (7,59%). Free float-ul mic si ponderea redusa a actionarilor persoane fizice, multi dintre ei proveniti din Programul de Privatizare in Masa derulat in anii 90, fac ca lichiditatea actiunilor SNP sa aiba de suferit. Un eventual exit al Fondului Proprietatea, vehiculat anul trecut, ar putea da un impuls investitorilor institutionali pentru intrarea in actionariatul SNP.

Pe segmentul de explorare si productie, Petrom a facut progrese in ultimii ani, dupa ce Romania a obtinut drepturile economice asupra portiunii din platoul continental al Marii Negre aflata in disputa cu Ucraina. Compania detine cea mai mare parte a concesiunilor petroliere din spatiul respectiv, pe care le exploreaza in parteneriat cu Exxon Mobil. Acestea ar putea aduce o crestere importanta a cantitatilor de petrol si gaze extrase anual.

Scaderea pretului petrolului pe pietele internationale a afectat rezultatele obtinute de companie pe zona de upstream, avand un impact semnificativ si asupra pretului actiunilor SNP la Bursa de Valori Bucuresti. In momentul de fata, cotationa petrolului este foarte volatila, iar estimarea directiei pe termen scurt este extrem de dificil de realizat. Totusi, pe termen mediu si lung pretul actual al barilului este nesustenabil pentru economiile care se bazeaza pe exploatarea intensiva a resurselor naturale si este de asteptat o reactie din partea acestora, prin care sa puna presiune pe cresterea cotationilor macar pana la 70 de dolari pe baril, daca nu chiar mai mult.

Un alt risc pentru OMV Petrom, in afara de pretul mic al petrolului, este cresterea redeventelor datorate Statului roman. Initial, modificarea sistemului de redevente ar fi trebuit sa aiba loc de la finalul anului 2014, insa termenul a fost decalat cu un an de catre fostul ministru al Finantelor, Ioana Petrescu. O crestere a redeventelor anuntata in acest an ar putea avea efecte negative asupra companiei, chiar daca ea se va aplica de-abia din 2016. Nu in ultimul rand, taxa pe constructiile speciale, desi a scazut de la 1,5% la 1%, continua sa afecteze rezultatele financiare ale Petrom, la fel ca si in cazul altor companii similare.

Segmentul de rafinare si marketing a inregistrat la randul sau un progres important prin modernizarea rafinarii Petrobrazi, incheiata in anul 2014. Ca urmare a investitiei de 600 milioane de euro derulata in perioada 2010-2014 (si incheiata in luna iulie), rafinaria a fost eficientizata, capacitatea sa a crescut pana la 4,2 milioane de tone pe an, putand procesa intreaga productie de titei a companiei, iar productia de motorina a crescut pana la 1,5 milioane de tone, de la 0,9 milioane in anul 2009.

Pe segmentul de gaze naturale Petrom este al doilea producator din Romania, dupa Romgaz, insa ar putea pierde o parte a cotei de piata in cazul demararii proiectelor de exploatare a gazelor de sist, zona pe care compania nu a abordat-o. Pe de alta parte, exploatarile offshore din platoul continental al Marii Negre pot contrabalansa intrarea pe piata a producatorilor de gaze de sist. Riscul nu este insa pierderea cotei de piata, ci suprasaturarea pietei si scaderea pretului gazelor, in conditiile in care capacitatile de interconectare si de export de gaze naturale ale Romaniei sunt reduse si presupun investitii

guvernamentale pentru a fi crescute. In conditiile plecarii Chevron din Romania, dupa ce explorarea gazelor de sist nu a dat rezultatele asteptate, acest risc s-a redus semnificativ, in sa pe termen lung el ramane valabil.

O alta piata pe care OMV Petrom a intrat mai recent este cea a productiei de energie electrica, dupa ce a construit o centrala care foloseste ca materie prima gazul natural extras chiar de companie. Investitia de peste 500 milioane de euro necesitata de aceasta centrala nu si-a gasit pana acum justificarea, in conditiile in care pretul energiei electrice a scazut, concomitent cu cresterea pretului gazelor naturale. In 2014, productia de energie electrica a centralei a scazut la doar 1,22 TWh, de la 2,74 TWh in 2013, acoperind doar 2% din productia de electricitate a Romaniei si 6% din piata de echilibrare. Pretul mediu al energiei electrice pe piata OPCOM a scazut de la 156 lei/MWh in 2013 la 154 lei/MWh in 2014, in sa marja de profit a scazut din cauza cresterii pretului materiei prime.

• Rezultate financiare

IFRS, mii RON	2014	2013	%
Venituri din vanzari	21.541.260	24.185.220	-10,93%
Cheltuieli directe de distributie	479.700	646.200	-25,77%
Costul vanzarilor	15.815.110	15.484.690	2,13%
Marja bruta	5.246.450	8.054.330	-34,86%
Alte venituri de exploatare	315.730	298.260	5,86%
Cheltuieli de distributie	1.077.680	1.090.380	-1,16%
Cheltuieli administrative	189.210	193.560	-2,25%
Cheltuieli de explorare	156.170	423.450	-63,12%
Alte cheltuieli de exploatare	800.820	687.340	16,51%
Profit operational (EBIT)	3.338.300	5.957.860	-43,97%
Venituri aferente entitatilor asociate	10.670	4.400	142,50%
Venituri din dobanzi	72.330	205.900	-64,87%
Cheltuieli cu dobanzile	549.150	360.200	52,46%
Alte venituri/cheltuieli financiare	37.030	-109.360	-
Rezultat financiar	-429.120	-259.260	65,52%
Profit brut	2.909.180	5.698.600	-48,95%
Impozit pe profit	809.510	874.560	-7,44%
Profit net atribuibil actionarilor OMV Petrom SA	2.102.670	4.820.850	-56,38%

Sursa: Rezultate financiare OMV Petrom

Rezultatele financiare preliminare pe 2014 publicate de companie au fost mai slabe decat asteptarile investitorilor, impactul elementelor nerecurente fiind mult mai mare decat se asteptau acestia. Profitul net pe actiune obtinut de OMV Petrom a fost de 0,0371 lei, in scadere cu 56% fata de 2013.

Excluzand in sa elementele speciale, profitul ar fi ajuns la 0,0665 lei pe actiune, echivalent cu o scadere de doar 23%. In perioada 2009-2013, profitul excluzand elementele speciale a fost in medie cu 11% mai mare decat profitul net, cu un maxim de 22% in 2009, prin urmare se poate estima ca situatia de acum este una temporara.

Cele mai importante cheltuieli nerecurente au fost provizioanele pentru depreciere de la centrala electrica de la Brazi, respectiv proiectul din Kazahstan, provizionul pentru restructurare inregistrat pe segmentul de explorare si productie si devalorizarea stocurilor cauzata de scaderea pretului petrolului.

Singurul element care ar putea afecta si in acest an rezultatele financiare ale companiei este pretul petrolului, ajuns in jurul valorii de 50 de dolari pentru barilul de titei West Texas Intermediary (WTI) tranzactionat la New York si 60 de dolari pentru un baril de titei Brent, tranzactionat la Londra. Titeiul Ural are la randul sau un pret apropiat de cel al titeiului Brent. La data de 18 martie 2015, cele trei tipuri de titei erau cotate la 44,66, 55,91, respectiv 53,31 dolari pe baril. Pretul carburantilor vanduti de Petrom, care asigura cea mai mare parte a cifrei de afaceri a companiei, are ca referinta cotationile Platts Mediterranean, puternic corelate cu cotationa titeiului Ural.

In Trimestrul 4 al anului 2014, pretul mediu al barilului de titei Ural a fost de 75,85 dolari, potrivit rezultatelor financiare publicate de companie, iar scaderea acestuia cu circa 20% va avea un impact negativ asupra rezultatelor OMV Petrom in T1 2015. Totusi, spre finalul anului ne asteptam la o redresare a pietei, in conditiile in care exista deja semnale privind reducerea investitiilor si inchiderea unor exploatare de petrol de sist in Statele Unite, fapt ce va duce la o scadere a ofertei pe plan mondial.

• Indicatori financiari

Indicator	2014	2013	%
Lichiditatea curenta*	1.16	1.21	-4,13%
Viteza de rotatie a activelor	0.50	0.60	-16,75%
Durata de incasare a creantelor (zile)	24.13	21.57	11.87%
Durata de plata a furnizorilor (zile)	66.91	69.73	-4.04%
Durata de pastrare a stocurilor (zile)	51.93	47.06	10.35%
Ciclul de conversie a numerarului (zile)	9.15	-1.1	-
Marja operationala	15.49%	24.63%	-37,11%
Marja neta	9.76%	19.93%	-51,03%
ROE	7,78%	18.09%	-56,99%
ROA	4.87%	12.04%	-59,55%
Gradul de indatorare (datorii purtatoare de dobanda/active)	6.51%	5.12%	27,14%

Sursa: Prime Transaction, Rezultate financiare OMV Petrom

*Nu include provizioanele si obligatiile cu dezafectarea pe termen scurt

Majoritatea indicatorilor de eficienta si profitabilitate s-au inrautatit pe parcursul anului 2014 comparativ cu anul precedent. Lichiditatea curenta a scazut usor, ajungand foarte aproape de 1, ca urmare a cresterii mai abrupte a datoriilor curente, comparativ cu activele circulante. Exceptand provizioanele si obligatiile cu dezafectarea, datoriile pe termen scurt ale companiei au crescut cu 11,86%, de la 4,5 miliarde de lei la 5,05 miliarde, in timp ce activele circulante au urcat cu doar 7,65%, de la 5,45 la 5,87 miliarde de lei.

Ciclul de conversie a numerarului s-a inrautatit la randul sau, ajungand la o medie de 9,15 zile, dupa ce in anul 2013 era pe minus (durata medie de plata a facturilor catre furnizori fiind mai mare decat perioada necesara pentru prelucrarea

materiilor prime, vanzarea produselor finite si incasarea contravalorii acestora, ceea ce inseamna ca societatea isi finanta fara dobanda activitatea de productie, prin prelungirea duratei de plata a furnizorilor).

Marjele de profit si ratele de rentabilitate au fost, evident, in scadere, din aceleasi motive care au dus la scaderea profitului net. Rentabilitatea capitalului propriu a ajuns la doar 7,78%, cea mai mica din ultimii sase ani.

In ciuda inrautatirii celor mai multi indicatori financiari, OMV Petrom ramane intr-o situatie financiara solida, cu un grad de indatorare foarte mic si o eficienta operationala ridicata. Profitabilitatea a avut de suferit de pe urma elementelor nerecurente, insa in lipsa acestora s-ar fi situat la un nivel bun comparativ cu societatile similare.

- **Comparatie cu emitenti similari**

Companie	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA
Emitenti din regiune				
MOL (Ungaria)	pierdere	0,57	0,25	8,87
OMV (Austria)	13,08	0,55	0,22	7,37
PKN Orlen (Polonia)	pierdere	1,16	0,22	80,49
Lotos (Polonia)	pierdere	0,6	0,17	pierdere
INA (Croatia)	pierdere	3,06	1,5	17,75
NIS (Serbia)	3,91	0,59	0,42	4,45
Medie	8,50	0,69*	0,46	9,61*
Emitenti Europa de Vest				
ENI Spa (Italia)	66,63	0,95	0,54	6,9
Repsol (Spania)	14,19	0,82	-	18,51
Statoil (Norvegia)	20,31	1,17	0,74	4,31
Medie	33,71	0,98	0,64	9,91
OMV Petrom	9,69	0,75	0,95	2,24

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

*Nu au fost luate in calcul valorile extreme

In actualul context de piata, este nerelevanta realizarea unei evaluari prin metoda multiplilor pentru o companie ca OMV Petrom, din mai multe motive. In primul rand, majoritatea emitentilor comparabili din regiune au inregistrat pierderi in 2014, neputand face o comparatie relevanta pentru cel mai important multiplu de piata, P/E. In al doilea rand, companiile din Rusia, care ar fi incluse in mod normal intr-o astfel de comparatie, sunt intr-o conjunctura particulara provocata de sanctiunile economice impuse acestei tari. In al treilea rand, companiile occidentale se tranzactioneaza la multipli de piata cu o plaja de valori extrem de larga, in functie de tara de provenienta (de regula mai mari in economii considerate mai sigure, cum este cazul SUA sau al Germaniei).

In tabelul de mai sus am facut o comparatie cu cateva societati similare din Europa, din care rezulta ca actiunea SNP este usor supraevaluata fata de emitentii din regiune raportat la capitalul propriu si la vanzari (P/BV si P/S), dar considerabil subevaluata raportat la profitul operational (EV/EBITDA). Situatia este explicabila prin faptul ca majoritatea companiilor

folosite pentru comparatie au avut pierderi in anul 2014, ceea ce le-a afectat cotationile bursiere si le-a scazut multiplii de piata care nu au legatura cu profitul.

Raportat la emitentii occidentali, OMV Petrom este clar subvaluata, un lucru valabil insa pentru intreaga piata de actiuni locala.

- **Evaluare pe baza metodei Discounted Cash Flow (DCF)**

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

mil. RON	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vanzari	24.185	21.541	17.096	18.052	22.032	24.981	26.350	28.819	30.365
Var. %	-7,89%	-10,93%	-20,64%	5,59%	22,04%	13,39%	5,48%	9,37%	5,36%
Cheltuieli operationale	18.170	16.339	13.848	14.261	16.744	18.986	20.026	21.903	23.078
EBIT CCA fara elemente speciale	6.015	5.202	3.248	3.791	5.288	5.995	6.324	6.917	7.288
Elemente speciale	-33	-1.592	0	0	0	0	0	0	0
Rezultat din detinerea stocurilor	-24	-272	-816	76	441	340	143	294	147
EBIT	5.958	3.338	2.432	3.867	5.729	6.336	6.467	7.211	7.435
Marja operationala	24,63%	15,50%	14,23%	21,42%	26,00%	25,36%	24,54%	25,02%	24,48%
Venituri financiare	210	120	100	100	125	125	150	150	150
Cheltuieli financiare	469	549	326	326	489	489	652	652	652
Rezultat financiar	-259	-429	-226	-226	-364	-364	-502	-502	-502
Profit brut	5.699	2.909	2.206	3.641	5.365	5.972	5.965	6.709	6.933
Profit net atribuibil actionarilor OMV Petrom	4.821	2.103	1.853	3.058	4.507	5.016	5.011	5.635	5.824
Marja neta	19,93%	9,76%	10,84%	16,94%	20,45%	20,08%	19,02%	19,55%	19,18%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

Estimarea veniturilor din vanzari pe segmente de activitate

mil. RON	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Explorare si productie	1.108	861	693	720	878	999	1.050	1.155	1.208
Gaze si energie	3.880	4.014	4.429	4.894	5.702	6.399	6.823	7.346	7.919
Rafinare si marketing	19.128	16.602	11.909	12.373	15.387	17.518	18.412	20.254	21.174
Corporativ si altele	70	65	65	65	65	65	65	65	65
Venituri din vanzari	24.185	21.541	17.096	18.052	22.032	24.981	26.350	28.819	30.365
Pret petrol Ural (USD/bbl)	108	98	55	60	75	90	100	110	115
Curs mediu USD/RON	3,33	3,35	4,20	4,00	3,90	3,70	3,50	3,50	3,50

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

Rezultatele financiare ale OMV Petrom sunt puternic influentate de pretul petrolului, divizia de explorare si productie aducand in ultimii ani cea mai mare parte a profitului. Prin urmare, evaluarea companiei graviteaza in jurul acestui indicator important, iar miscarile petrolului pe piata internationala pot influenta valoarea actiunilor SNP. Pretul la care sunt vandute produsele petroliere are ca referinta cotationia Platts Mediterranean, aceasta fiind la randul sau puternic corelata cu pretul

petrolului Ural, extras in principal din Rusia si tarile din zona Marii Caspice. Prin urmare, cotația folosită in estimarea veniturilor viitoare ale OMV Petrom este cea a titeiului Ural, aflat într-o scadere accentuată, la fel ca și titeiul West Texas Intermediary (WTI) și Brent.

Pentru anul 2015 am luat in calcul o cotație medie de 55 de dolari pe barilul de titei Ural, pornind chiar de la estimarea din rezultatele financiare preliminare pe 2014 ale companiei. Astfel, conducerea OMV Petrom se aștepta ca pretul petrolului pe pietele internationale să varieze între 50 și 60 de dolari pe baril. Pentru anii următori estimăm o creștere treptată a cotației petrolului și o revenire a acestuia peste nivelul de 100 de dolari pe baril.

Ne bazăm această estimare in primul rând pe reducerea producției de petrol a Statelor Unite, manifestată deja in ultimele luni, in condițiile in care investițiile in noi capacități de producție au fost aproape sistate, iar un număr mare de sonde dintre cele existente au fost închise, sub presiunea lipsei de rentabilitate cauzată de pretul mic. Un alt aspect important este faptul ca refuzul OPEC de a reduce producția a avut la baza considerente strict concurențiale, scopul fiind tocmai eliminarea de pe piața a producătorilor de petrol de sist din SUA. Pretul actual al petrolului (WTI - 43 USD/Bbl, Brent – 53 USD/Bbl, Ural – 51 USD/Bbl) este unul nesustenabil pe termen lung pentru producători, iar o menținere a sa la același nivel ar pune presiune pe veniturile membrilor OPEC, iar in final acestia ar fi nevoiți sa ia măsuri care sa duca pretul mai sus.

Creșterea cererii de petrol, determinată de o revenire economică globală pe care majoritatea instituțiilor internationale o prognozează, este un alt argument pentru care considerăm ca in anii următori pretul va reveni la nivelul din 2014. In cazul cotațiilor Brent și Ural nu trebuie omisă nici volatilitatea mai mare a acestora comparativ cu cotația titeiului WTI, ceea ce va duce la o apreciere mai rapidă până la nivelul anterior.

Cotația dolarului american este un alt element important in estimarea rezultatelor viitoare ale Petrom. Recent, creșterea dolarului a compensat parțial scderea pretului petrolului, in așa fel încât ne putem aștepta ca rezultatele companiei sa nu fie afectate într-o măsură atât de mare. Având in vedere ca este vorba de o apreciere conjuncturală, determinată in mare măsură de politicile monetare diametral opuse ale BCE și FED (prima cu scaderi de dobândă și bani ieftini pompați in piața, cea de-a doua in așteptarea primelor creșteri de dobândă după aproape un deceniu), estimăm ca in anii următori moneda americană va pierde teren in fața celei europene, in lipsa unor evenimente excepționale.

In ceea ce privește veniturile din explorare și producție și pe cele din rafinare și marketing am estimat o rată de utilizare a capacităților de producție similară celei de până acum, fără sa luăm in calcul eventuale creșteri ale producției determinate de proiectele de explorare aflate in desfășurare (in principal cele de pe platforma continentală a Marii Negre). Pentru segmentul de gaze și energie am luat in calcul o creștere treptată a pretului mediu al gazelor naturale pentru consumatorii non-casnici, in paralel cu creșterea pretului petrolului pe plan international, însoțită de liberalizarea pieței gazelor pentru consumatorii casnici până in anul 2021, anunțată de Guvern.

Costul mediu ponderat al capitalului (WACC)

Indicator	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rata fara risc	3,10%	3,50%	4,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Prima de risc	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
BETA	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Costul capitalului propriu	9,89%	10,29%	10,79%	11,79%	11,79%	11,79%	11,79%
Costul datoriei	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%

Costul datoriei net de impozit	3,36%	3,36%	4,20%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%
Pondere datorii	37%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
WACC	7,47%	7,86%	8,48%	9,43%	9,43%	9,43%	9,43%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

In calculul costului mediu ponderat al capitalului, necesar in calculul valorii actualizate a fluxurilor de numerar viitoare, am pornit de la o rata fara risc de 3,10% in anul 2015, egala cu randamentul ultimei emisiuni de titluri de stat pe 10 ani emise de Ministerul Finantelor. Aceasta ar urma sa creasca in anii urmatiori, pe masura ce pericolul deflatiei la nivel european va fi diminuat.

Prima de risc pentru investitia in actiuni a fost considerata constanta, la 7% pe toata perioada estimarii, iar indicatorul BETA, care masoara riscul companiei raportat la piata, este 0,97, calculat cu datele de tranzactionare pe ultimii cinci ani. In conditiile unei mentineri a raportului dintre datoriile totale si capitalurile proprii, costul mediu ponderat al capitalului creste de la 7,5% la aproape 9,5% pe parcursul celor sapte ani.

Calculul valorii companiei prin metoda DCF

mil. RON	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	3.338	2.432	3.867	5.729	6.336	6.467	7.211	7.435
EBIT*(1-t)	2.804	2.043	3.248	4.812	5.322	5.432	6.057	6.245
+ Amortizari	4.806	3.427	3.548	3.721	3.948	4.184	4.428	4.682
- Cheltuieli de capital	6.239	4.260	4.899	5.634	6.479	6.803	7.143	7.500
- Variatia capitalului de lucru	-117	-169	36	151	112	52	94	59
FCFF	1.488	1.379	1.861	2.748	2.679	2.761	3.249	3.368
WACC		7,47%	7,86%	8,48%	9,43%	9,43%	9,43%	9,43%
Factor de actualizare		1,0000	1,0786	1,1702	1,2805	1,4012	1,5333	1,6778
Valoare prezenta FCFF		1.378,76	1.725,26	2.348,27	2.092,59	1.970,72	2.118,76	2.007,53
Suma valorilor prezente ale FCFF		13.642						
Valoare terminala (TV)		46.256						
Valoare prezenta TV		27.569						
Rata de crestere in perpetuitate (g)		2%						
Enterprise Value		41.211						
- Datorii totale		16.119						
+ Numerar		1.268						
Valoare companie		26.360						
Numar actiuni (mil.)		56.644						
Pret tinta		0,4654						
Pret piata (19.03.2015)		0,3588						
Potential de crestere		29,71%						

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

Pornind de la profitul operational (EBIT) calculat mai sus, ajustat cu impozitul pe profit, am estimat fluxurile viitoare de numerar ramase la dispozitia firmei, valoarea intreprinderii fiind egala cu suma valorilor actualizate ale acestora. Am luat

in considerare o rata de amortizare a activelor imobilizate de 9% pe an, apropiata de cele inregistrate pana acum, si o crestere a cheltuielilor de capital cu 15% pe an in perioada 2016-2018 si cu 5% in perioada 2019-2021. In 2015, potrivit declaratiilor conducerii companiei, investitiile vor fi reduse cu 20-35%, din cauza scaderii pretului petrolului.

Valoarea terminala a fost calculata folosind o rata de crestere in perpetuitate de 2%.

Actualizarea fluxurilor de numerar si a valorii terminale au fost facute pentru finalul anului 2015.

Evaluarea prin metoda Discounted Cash Flow (DCF) a condus la un pret tinta pe 12 luni de 0,4654 RON/actiune, cu 29,71% peste nivelul din data de 19.03.2015, rezultand recomandarea de BUY.

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 initiate, Detinerile SIF-urilor si FP, CV-urile membrilor conducerii, Bugetele de venituri si cheltuieli, si multe altele...

Politica SSIF Prime Transaction SA 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; 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, 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; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO