



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

## Transelectrica (TEL)

Noul pret tinta pentru actiunile Transelectrica (TEL) in urmatoarele 12 luni este de 31,41 lei/actiune, revizuit in crestere cu 47,12% fata de nivelul precedent (21,35 lei/actiune). Potentialul de crestere pana la pretul tinta este de 15,7% fata de pretul de inchidere din 02.10.2014, fiind mentinuta recomandarea de BUY.

Actiunile Transelectrica (TEL) au inregistrat o evolutie formidabila de la inceputul anului, avansand cu 71,94%. Evolutia actiunii a fost sustinuta de rezultatele bune raportate de companie pentru 2013, dar exista in continuare premise pentru continuarea trendului pozitiv, pe fondul asteptarilor optimiste ale investitorilor pentru anul in curs, confirmate partial de rezultatele din S1 2014. La jumatatea anului, Transelectrica a obtinut un profit net de 226,2 mil. lei, de 2,2 ori mai mare comparativ cu perioada similara din 2013, iar pentru intreg anul in curs anticipam ca TEL sa inregistreze cel mai mare castig din istoria companiei de la listare, de 346 mil. lei, rezultat sustinut de tarife mai mari si cheltuieli mai mici cu consumul tehnologic si cu reparatiile.

Un catalizator pentru evolutia actiunilor Transelectrica este si asteptarea unui randament brut al dividendului distribuit de TEL pentru exercitiul financiar 2014, de 3,78 lei/act, care ar putea fi cel mai ridicat in randul companiilor din sectorul energetic (estimat la 14% la pretul actual).

Imbunatatirea semnificativa a marjelor de profitabilitate in 2013 si 2014 sunt fundamente solide pentru ca Transelectrica sa genereze incepand cu 2015 rezultate stabile si predictabile, situate peste pragul de 200 mil. lei/an. Stabilizarea rezultatelor in 2013 - S1 2014 a contribuit la schimbarea perceptiei investitorilor fata de Transelectrica drept o companie solida, cu rezultate stabile stabile, platitoare de dividende atractive, iar rezultatele financiare din anii urmatori vor consolida aceasta imagine pe termen mediu.

Programul amplu de modernizare asumat de conducerea TEL, precum si Planul de dezvoltare a retelei electrice de transport (RET) pentru 2014-2023, care prevede investitii de 5,3 miliarde lei, vor contribui la reversarea tendintei descendente a bazei de active reglementate (BAR), manifestata pe durata ultimilor ani. Cea de-a treia perioada de reglementare (01.07.2014-30.06.2019), care prevede o rata de rentabilitate reglementata a BAR de 7,7% (in scadere de la 8,52% in 2013-S1 2014) si o recunoastere

### 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 (02/10/2014)</b>	<b>27,15 lei</b>
<b>Pret tinta 12 luni</b>	<b>31,41 lei</b>
<b>Recomandare</b>	<b>BUY</b>
Capitalizare (02/10/2014)	1.990 mil. lei
Numar actiuni	73,30 mil.
Free float	41,31%

Performanta	1M	3M	12M	YTD
%	16,03%	13,13%	99,19%	71,94%

IFRS, mii lei	2013	2014 E	2015 E	2016 E
Cifra de afaceri	2.417.648	2.542.229	2.487.726	2.503.176
EBITDA	584.164	737.151	691.243	705.280
EBIT	249.022	398.213	335.359	331.602
Profit net	200.927	346.474	257.341	254.185
EPS (lei/act)	2,74	4,73	3,51	3,47
BVPS ( lei/act )	35,66	36,08	36,83	37,39
DPS ( lei/act )	2,228	3,78	2,81	1,73
EV/EBITDA	4,7	3,7	4,0	3,9
P/E	5,8	5,7	7,7	7,8
P/BV	0,4	0,8	0,7	0,7
Dividend Yield	9,77%	13,93%	10,34%	6,39%
Rata de distributie	81%	80%	80%	50%

mai mare a costului cu consumul propriu tehnologic (CPT) (de 2,4-2,5%, fata de 2% in perioada tranzitorie din 2013 si 2,2% in S1 2014), precum si programul investitional ambitios, creaza premise favorabile pentru o tendinta usor crescatoare a tarifului mediu de transport pe termen mediu.

In ce priveste evolutia cantitatilor de energie electrica transportate, anticipam in perioada 2014-2017 o incetinire a tendintei descendente a volumelor de energie electrica si o crestere anuala de 1% din 2018, in urma semnalelor pozitive din ultimele luni (o crestere de 1% a cantitatii de energie transportate in perioada iulie-septembrie 2014, conform declaratiilor conducerii companiei, dupa o scadere de 3% in S1 2014).

In prezent, multiplicatorii la care se tranzactioneaza actiunile Transelectrica (TEL) 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 statutului de piata de frontiera a Bursei de Valori Bucuresti, precum si riscului de reglementare al activitatii Transelectrica. Gradul de subevaluare creaza premise suplimentare de continuare a cresterii cotelor TEL in perioada urmatoare.

Un factor favorabil actiunilor Transelectrica pe termen mediu consta in cresterea freefloat-ului de la 27,81% la 41,31% dupa iesirea Fondului Proprietatea (FP) din actionariatul companiei prin lichidarea participatiei de 13,5% prin intermediul unui plasament privat accelerat, la nivelul de 21,5 lei/act.

Riscul principal se regaseste in cresterea accelerata a actiunilor TEL de la inceputul anului, fapt ce poate motiva investitorii sa-si marcheze profituri si sa puna presiune suplimentara la vanzare pe cotatia actiunii.



Sursa: Prime Analyzer, Departamentul Analiza Prime Transaction

- **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) a inceput la jumatatea anului curent, rata de rentabilitate a bazei de active reglementate fiind stabilita la 7,7%, in scadere fata de nivelul de 8,52% din perioada de tranzitie (2013-S1 2014) de la cea de-a doua perioada de reglementare. Incepand cu 01.07.2014, tariful mediu pentru serviciul de transport, reglementat de ANRE, a fost marit cu 1,5%, dupa o crestere anterioara cu 4,7% a tarifului in perioada 01.01.2014-30.06.2014. In perioada 2015-2017 am estimat un avans anual de 3% al tarifului mediu de transport, iar pentru perioada 2018-2020 – o crestere anuala de 2%. Am redus tendinta de crestere a tarifelor de la 4% (in raportul de analiza anterior, din 17.04.2014) ca urmare a majorarilor semnificative de tarif din 2013-2014, dar trendul usor ascendent va fi sustinut in continuare de planul ambitios de investitii initiat de Transelectrica pentru modernizarea retelei de transport. De asemenea, ANRE va recunoaste un procent mai mare al CPT in calculul tarifului de transport, de 2,4-2,5%, fata de 2% in perioada tranzitorie din 2013 si 2,2% in S1 2014.

In ce priveste evolutia cantitatilor de energie electrica transportate, anticipam in perioada 2014-2017 o incetinire a tendintei descendente a volumelor de energie electrica, in urma semnalelor pozitive din ultimele luni (o crestere de 1% a cantitatii de energie transportate in perioada iulie-septembrie 2014, conform declaratiilor conducerii companiei, dupa o scadere de 3% in S1 2014). Astfel, am considerat scaderi ale volumelor tarificate de energie de 3%, 2% si 1% in 2014, 2015, respectiv 2016, o stagnare in 2017, si o revenire usoara (1% anual) in 2018-2020. De asemenea, estimarile de crestere a PIB-ului in perioada 2014-2017 cu rate cuprinse intre 2,5% si 3,3% (conform Comisiei Nationale de Prognoza) vin sa sustina ipoteza unei incetiniri a tendintei descendente a volumelor de energie pe termen mediu.

Rezultatele de la jumatatea anului (profit net de 226,2 mil. lei, de 2,2 ori mai mare comparativ cu perioada similara din 2013) indica semnale pozitive privind imbunatatirea semnificativa a profitabilitatii companiei. In 2014 Transelectrica ar putea obtine cel mai mare castig din istoria companiei de la listare, de 346 mil. lei, cu 72% mai mare decat rezultatul record din 2013, rezultat sustinut de tarife mai mari si cheltuieli mai mici cu consumul tehnologic si cu reparatiile. Pe baza

rezultatelor din 2013 si 2014, in care s-a observat o crestere puternica a marjelor de profitabilitate (marja neta de 8,3% in 2013 si estimata la 13,6% in 2014), anticipam ca Transelectrica sa genereze incepand cu 2015 rezultate stabile si predictabile, situate peste pragul de 200 mil. lei. Aceste rezultate vor fi sursa unor randamente atractive ale dividendului pentru investitori, pentru 2014 fiind estimat un dividend brut de 3,78 lei/act in cazul unei rate de distribuire de 80%, la nivelul anului trecut. Pentru 2014, dividendul de la Transelectrica ar putea oferi investitorilor cel mai mare randament in randul companiilor din sectorul energetic, de 14% la nivelul actual al cotatei TEL.

Conducerea Transelectrica si-a asumat un plan ambicios de investitii in perioada 2013-2017, in valoare de 2,2 miliarde lei, un nivel de investitii cu peste 50% fata de cel realizat in perioada 2009-2012. Strategia de accelerare a ritmului investitional isi propune modernizarea si retehnologizarea retelei electrice de transport, cu scopul scaderii constante a cheltuielilor operationale (cele cu mentananta si reparatiile). Aceasta strategie va avea un impact pozitiv si asupra bazei de active reglementate (BAR), conducand la reversarea tendintei descendente manifestate pe durata ultimilor ani. De asemenea, ANRE a aprobat recent Planul de dezvoltare a retelei electrice de transport (RET) pe zece ani, care prevede investitii de 5,3 miliarde lei, pentru cresterea capacitatii de interconexiune cu Ungaria, Serbia, Bulgaria si Moldova; intarirea si dezvoltarea retelei de transport; modernizarea echipamentelor. Programul de investitii va fi finantat prin fonduri proprii, prin finantari nerambursabile de la Uniunea Europeana, precum si prin programul multianual de finantare prin obligatiuni in valoare de 900 mil. lei, in mai multe transe in perioada 2013-2017. In decembrie 2013, Transelectrica a emis prima transa de obligatiuni in valoare de 200 mil. lei, cu maturitate 5 ani, la o dobanda fixa de 6,1%. Includerea obligatiunilor in mixul de finantare al Transelectrica va avea efecte benefice pe termen mediu si lung asupra companiei, prin diversificarea optiunilor de finantare, reducerea expunerii pe riscul valutar si cresterea maturitatii medii a datoriilor.

### • Structura actionariatului Transelectrica (TEL)

Actionarul majoritar este Statul Roman, prin Secretariatul General al Guvernului, care detine 58,69% din actiunile companiei. La inceputul S1 2014, Fondul Proprietatea a iesit din actionariatul Transelectrica, lichidand participatia de 13,5% din actiunile transportatorului de energie electrica prin intermediul unui plasament privat accelerat, pentru care a incasat 212,6 mil. lei (21,5 lei/act). Singurul actionar ramas cu o detinere de peste 5% este SIF Oltenia (7,26% la 30.07.2014).

Actionar	Numar actiuni 30/07/2014	Pondere
Statul Roman, prin Secretariatul General al Guvernului	43.020.309	58,69%
SIF Oltenia	5.319.860	7,26%
Alti actionari	24.962.973	34,05%
Total	73.303.142	100%

Sursa: Transelectrica, Departamentul Analiza Prime Transaction

### • Rezultate financiare S1 2014

IFRS, mii lei	S1 2014	S1 2013	%
<b>Venituri din serviciul de transport</b>	620.418	573.632	8,16%
Venituri din servicii de sistem	385.822	293.285	31,55%
Venituri privind piata de echilibrare	287.193	229.073	25,37%
Alte venituri	25.416	17.827	42,57%
<b>Venituri din exploatare</b>	1.318.849	1.113.817	18,41%
Cheltuieli pentru operarea sistemului	107.447	141.028	-23,81%
Cheltuieli cu personalul	81.570	78.633	3,74%

Reparatii si mentenanta	37.288	52.002	-28,29%
Alte cheltuieli din exploatare	73.816	56.279	31,16%
Cheltuieli cu materiale si consumabile	3.980	3.913	1,71%
Cheltuieli privind piata de echilibrare	287.193	229.073	25,37%
Cheltuieli privind serviciile de sistem tehnologice	306.978	255.203	20,29%
<b>Cheltuieli din exploatare</b>	<b>898.273</b>	<b>816.131</b>	<b>10,06%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>420.575</b>	<b>297.686</b>	<b>41,28%</b>
Amortizare	170.838	168.707	1,26%
<b>EBIT</b>	<b>249.737</b>	<b>128.979</b>	<b>93,63%</b>
Rezultat financiar net	19.756	-5.650	-449,64%
<b>EBT</b>	<b>269.494</b>	<b>123.329</b>	<b>118,52%</b>
Impozit pe profit	43.285	20.584	110,28%
<b>Profit net</b>	<b>226.208</b>	<b>102.745</b>	<b>120,17%</b>

Sursa: Transelectrica

In S1 2014 veniturile din exploatare au inregistrat o crestere de 18,41% fata de S1 2013, pana la 1.318,8 mil. lei. Veniturile din serviciul de transport (cu profit permis) au fost mai mari cu 8,16% in S1 2014, fiind sustinute de tarife majorate, exporturi mai mari de energie electrica si venituri mai mari din capacitatea de interconexiune, factori care au compensat efectul negativ provocat de tendinta descendenta a volumelor transportate de energie electrica.

La capitolul costuri, surprize pozitive s-au observat la nivelul cheltuielilor pentru operarea sistemului (scadere de 23,81% in S1 2014) si al cheltuielilor cu reparatiile si mentenanta (scadere de 23,81% in S1 2014). Costurile pentru operarea sistemului au fost semnificativ mai mici, ca urmare a scaderii cu 15% a pretului mediu la energia procurata pentru consumul propriu (181 lei/MWh in S1 2014 fata de 212 lei/MWh in S1 2013) si a unui procent fizic al CPT mai mic (2,42% in S1 2014 fata de 2,75% in S1 2013).

In urma cresterii veniturilor si reducerii cheltuielilor, EBITDA a inregistrat o crestere cu 41,28%, pana la 420,6 mil. lei in S1 2014, EBIT a crescut cu 93,63%, pana la 249,7 mil. lei, iar profitul net a fost de 226,2 mil. lei, de peste doua ori mai mare comparativ cu perioada similara din 2013.

## • Analiza comparativa

Companie	P/E	P/BV	EV/EBITDA
Elia System Operator (Be)	12,0	1,0	10,1
Red Electrica (Sp)	17,0	4,1	10,5
Terna (It)	15,3	2,6	10,6
National Grid (UK)	13,4	2,8	11,7
Redes Energéticas Nacionais (Pt)	12,3	1,3	6,8
Medie	14,0	2,4	9,9
<b>Transelectrica</b>	<b>6,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Premium/Discount</b>	<b>-56%</b>	<b>-69%</b>	<b>-65%</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 statutului de piata de frontiera a Bursei de Valori Bucuresti, precum si 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 incetinire a evolutiei descendente a volumelor de energie electrica transportate, dupa o scadere de 4% in 2013. Semnalele pozitive din ultimele luni (o crestere de 1% a cantitatii de energie transportate in perioada iulie-septembrie 2014) pot fi indicii privind o stabilizare usoara a consumului de electricitate. Astfel, am considerat scaderi ale volumelor tarificate de energie de 3%, 2% si 1% in 2014, 2015, respectiv 2016, o stagnare in 2017, si o revenire usoara (1%) in 2018 -2020.
- Pentru 2014 am considerat un tarif de transport in crestere cu 5% fata de tariful efectiv din 2013, pentru perioada 2015-2017 - o crestere anuala de 3% a tarifului mediu de transport, iar pentru perioada 2018-2020 - o crestere anuala de 2% a tarifului mediu de transport. Am redus tendinta de crestere a tarifelor de la 4% (in raportul de analiza anterior, din 17.04.2014) ca urmare a cresterilor semnificative de tarif din 2013-2014, dar trendul usor ascendent va fi sustinut de planul ambicios de investitii initiat de Transelectrica pentru modernizarea retelei de transport;

	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Energie tarifată (TWh)	51,85	50,31	49,31	48,81	48,81	49,30	49,79	50,29
Evolutie (%)	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	1%	1%
Tarif mediu pentru serviciul de transport (lei/MWh) (efectiv)	21,75	22,90	23,59	24,30	25,03	25,53	26,04	26,56
Evolutie tarif (%)	14%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Venituri din serviciul de transport (mii. Lei)	1.156.483	1.219.742	1.185.209	1.208.124	1.243.708	1.279.604	1.317.613	1.356.771

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 medii de achizitie a curentului electric pentru consumul propriu tehnologic sunt asteptate sa inregistreze o revenire graduala, de 2% in perioada 2015-2017 si de 1% in in perioada 2018-2020;
- Cheltuielile cu amortizarea cresc cu o rata anuala de 5% in perioada 2015-2020, in urma eforturilor investitionale ale companiei;

IFRS, mii lei	2011	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
<b>Cifra de afaceri</b>	3.088.672	2.719.196	2.417.648	2.542.229	2.487.726	2.503.176
Venituri din serviciul de transport	1.115.186	1.080.214	1.156.483	1.219.742	1.185.209	1.208.124
Alte venituri cu profit permis	65.000	63.762	64.040	82.178	76.014	75.314
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	69.624	59.380	61.161
<b>Venituri din exploatare</b>	3.131.570	2.767.688	2.472.315	2.611.853	2.547.105	2.564.337

Cheltuieli cu personalul	155.866	170.361	170.643	176.341	181.808	187.262
Cheltuieli privind consumul propriu tehnologic	251.538	252.390	221.584	176.576	176.505	178.235
Alte cheltuieli din exploatare	2.250.869	1.947.144	1.495.924	1.521.785	1.497.549	1.493.560
<b>EBITDA</b>	<b>473.297</b>	<b>397.793</b>	<b>584.164</b>	<b>737.151</b>	<b>691.243</b>	<b>705.280</b>
Amortizare	297.690	314.844	335.142	338.938	355.885	373.679
<b>EBIT</b>	<b>175.607</b>	<b>82.949</b>	<b>249.022</b>	<b>398.213</b>	<b>335.359</b>	<b>331.602</b>
Rezultat financiar net	-32.457	-35.903	-9.271	14.256	-29.000	-29.000
<b>EBT</b>	<b>143.150</b>	<b>47.046</b>	<b>239.751</b>	<b>412.469</b>	<b>306.359</b>	<b>302.602</b>
Impozit pe profit	33.212	12.556	38.824	65.995	49.017	48.416
<b>Profit net</b>	<b>109.938</b>	<b>34.490</b>	<b>200.927</b>	<b>346.474</b>	<b>257.341</b>	<b>254.185</b>
<b>EPS (lei/act)</b>	<b>1,50</b>	<b>0,47</b>	<b>2,74</b>	<b>4,73</b>	<b>3,51</b>	<b>3,47</b>
<b>Dividend brut (lei/act)</b>	<b>1,10</b>	<b>0,40</b>	<b>2,23</b>	<b>3,78</b>	<b>2,81</b>	<b>1,73</b>
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 4,41% (randamentul obligatiunilor Romaniei pe 10 ani din 30.09.2014) si o prima de risc care scade la 6% (pentru valoarea terminala) de la 7% in 2014.
- Costul datoriei se situeaza la 6,5%, iar in cazul valorii terminale - 6%;
- Raportul intre capitaluri proprii si datorii este de 50% vs. 50%, estimat sa ramana constant pana in 2020.

**Astfel, WACC variaza intre 7,73% (2020, valoare terminala) si 8,44% (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 2018-2020 am considerat valoarea de 514,2 mil. lei in fiecare an;
- Marja EBIT din 2020 (valoarea terminala) se situeaza la 11%;
- Am presupus o rata de crestere pe termen lung de 2% (g) pentru determinarea valorii terminale.

**Evaluarea prin metoda Discounted Cash Flows (DCF) a condus la cresterea pretului tinta la 31,41 lei/actiune, cu 47,12% peste pretul tinta precedent, de 21,35 lei/actiune (din 17.04.2014). Potentialul de crestere fata de pretul de inchidere din 02.10.2014 este de 15,70%, fiind mentinuta recomandarea de BUY.**

- *Anexe*

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

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 TV
Rata fara risc	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
Prima de risc	7%	7%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,00%
Beta	1	1	1	1	1	1	1
Costul capitalului	11,41%	11,41%	10,91%	10,91%	10,91%	10,91%	10,41%
Costul datoriei	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,00%
Costul datoriei nete de impozit	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,04%
Pondere datorii in bilant	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%



WACC	8,44%	8,44%	8,19%	8,19%	8,19%	8,19%	7,73%
WACC compus	1,08	1,18	1,27	1,38	1,49	1,61	1,74

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 2 – Modelul DCF**

mii lei	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 TV
EBITDA	737.151	691.243	705.280	728.922	750.582	773.872	797.809
EBIT	398.213	335.359	331.602	336.560	338.601	341.292	294.164
Marja EBIT	15,66%	13,48%	13,25%	13,26%	13,11%	12,99%	11,00%
EBIT (1-t)	334.499	281.701	278.545	282.710	284.425	286.686	247.098
(+) Amortizare si depreciere	338.938	355.885	373.679	392.363	411.981	432.580	454.209
(-) CAPEX	495.000	523.000	575.000	622.000	514.167	514.167	514.167
(-) Variatie capital de lucru	-19.861	2.127	2.169	-6.748	-6.972	-7.202	-7.438
CAPEX/Amortizare	146,04%	146,96%	153,88%	158,53%	124,80%	118,86%	113,20%
FCFF	198.298	112.459	75.055	59.820	189.211	212.301	194.577
WACC	8,44%	8,44%	8,19%	8,19%	8,19%	8,19%	7,73%
Rata de actualizare compusa	108,44%	117,58%	127,21%	137,62%	148,88%	161,07%	173,51%
Valoarea prezenta a FCFF	182.872	95.643	59.003	43.469	127.089	131.809	112.142
Valoarea cumulata prezenta a FCFF	182.872	278.516	337.518	380.987	508.076	639.885	752.027
g		2%					
Valoare terminala (TV)		1.997.990					
Enterprise Value (mii lei)		2.750.017					
Minus: Datorie neta (30/06/2014)		447.413					
Capitalizare tinta		2.302.604					
Nr. Actiuni (mii)		73.303					
<b>12M Pret tinta (lei/act)</b>		<b>31,41</b>					
Pret 29/09/2014 (lei/act)		27,15					
<b>Upside/Downside potential (%)</b>		<b>15,70%</b>					

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 3– Analiza de senzitivitate**

	Rata de crestere a valorii terminale						
WACC	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
6,23%	29,48	32,20	35,49	39,56	44,72	51,49	60,73
6,73%	27,32	29,62	32,34	35,65	39,74	44,93	51,72
7,23%	25,49	27,45	29,75	32,49	35,81	39,92	45,13
7,73%	23,91	25,60	27,57	31,41	32,64	35,97	40,10
8,23%	22,53	24,01	25,72	27,69	30,02	32,78	36,14
8,73%	21,32	22,63	24,12	25,83	27,82	30,15	32,93
9,23%	20,25	21,41	22,73	24,22	25,94	27,94	30,28

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction



**Tabel 4 – Indicatori de marja**

Marje	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
Marja EBITDA	14,63%	24,16%	29,00%	27,79%	28,18%
Marja EBIT	3,05%	10,30%	15,66%	13,48%	13,25%
Marja EBT	1,73%	9,92%	16,22%	12,31%	12,09%
Marja neta	1,27%	8,31%	13,63%	10,34%	10,15%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 5 – Indicatori de profitabilitate**

Profitabilitate	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
ROA	0,70%	3,90%	6,52%	4,80%	4,69%
ROE	1,42%	7,69%	13,10%	9,53%	9,27%
ROCE	0,96%	5,30%	9,11%	6,60%	6,45%

Sursa: Departamentul Analiza Prime Transaction

**Tabel 6 – Indicatori de evaluare**

Indicatori	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E
EPS (lei/act)	0,5	2,7	4,7	3,5	3,5
BVPS (lei/act)	33,2	35,7	36,1	36,8	37,4
DPS (lei/act)	0,4	2,2	3,8	2,8	1,7
EV/EBITDA	6,9	4,7	3,7	4,0	3,9
P/E	27,0	5,8	5,7	7,7	7,8
P/BV	0,4	0,4	0,8	0,7	0,7
Dividend Yield (%)	3,2%	9,8%	13,9%	10,3%	6,4%
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 initiate, 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	Companie	Rating	Pret	Pret tinta
03/10/2014	TEL	BUY	27,15 lei/act	31,41 lei/act
17/04/2014	TEL	BUY	18,10 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 Autoritatea de Supraveghere Financiara, <http://www.asfromania.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)