



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

Raport de analiza Transgaz – initiere acoperire

Sumar:

- Transgaz este un monopol reglementat, asigurand transportul gazelor naturale pe teritoriul Romaniei, prin reseaua de transport pe care o opereaza in baza Acordului de Concesiune cu Statul roman.
- Tarifele de transport care stau la baza veniturilor companiei sunt stabilite de ANRE in baza unei Metodologii care ia in calcul mai multe variabile, fiind impartite in tarife volumetrice si tarife pentru rezervare de capacitate.
- Incetarea contractului cu Gazprom a scazut considerabil veniturile din transportul international, insa e posibil ca ele sa urce din nou ca urmare a orientarii Europei spre gaze din afara Rusiei.
- Rezultatele financiare s-au inrautatit considerabil in ultimii ani, desi baza de active reglementate a crescut. Deciziile Guvernului in contextul crizei energetice actuale vor amana cu cel putin inca 2 ani cresterea de tarife care ar trebui sa acopere investitiile recente.
- Inflatia are un impact pozitiv pentru profitul net al Transgaz, fiind inregistrate venituri din ajustarea creantei privind acordul de concesiune, insa e vorba doar de venituri scriptice.
- Estimarea valorii intrinseci a fost realizata pe baza a doua metode de evaluare, DCF si comparatia multiplilor de piata, prima cu o pondere de 75% in rezultatul final, a doua cu 25%.

**Valoare intrinseca
estimata (lei/actiune)**

283,9524

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 29.07.2022	238,5000
Capitalizare	2.808.061.794,00
Variatie pret YTD	7,67%
➤ Relativ la BET	+12,86%
Variatie pret 1 luna	2,80%
Variatie pret 12 luni*	-6,58%
➤ Relativ la BET*	-10,97%
Maxim 52 saptamani*	274,0000
Minim 52 saptamani*	180,0000
Valoare medie tranzactii 60 zile	343.695,23 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

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.

Prezentarea companiei

Transgaz a fost infiintata in anul 2000, fiind desprinsa din Romgaz, in acelasi timp fiind separate si distributia si furnizarea gazelor naturale, prin infiintarea Distrigaz Sud si Distrigaz Nord. Compania opereaza reseaua nationala de transport al gazelor naturale, principalul obiect de activitate fiind transportul intern intre producatori, pe de o parte, si distribuitori si consumatori directi, de cealalta parte. Un alt segment de activitate este transportul international, care in trecut acoperea in principal tranzitul gazelor rusesti din Ucraina catre Bulgaria. Contractul cu Gazprom a incetat intre timp, iar in acest moment se fac pasii necesari pentru ca portiunea de conducte care face legatura intre Bulgaria si Ucraina sa fie folosita pentru transportul bidirectional al gazelor. In contextul actual, ne asteptam ca si gazoductul BRUA, construit pentru tranzitul gazelor din zona Caspica spre centrul Europei, sa revina in atentie, iar activitatea de transport international a Transgaz sa aiba din nou o pondere importanta in veniturile companiei.

Veniturile companiei sunt reglementate de ANRE prin intermediul tarifelor de transport pe care compania are dreptul sa le perceapa de la clienti, existand si activitati cu profit zero, mai exact piata de echilibrare si activitatea de constructii. In cazul celor doua categorii de activitati veniturile sunt intotdeauna egale cu cheltuielile, prin urmare nu au un impact asupra rezultatelor financiare.

Published on TradingView.com, July 31, 2022 10:42:27 EEST
BVB:TGN, D O:235,5000 H:239,0000 L:235,5000 C:238,5000



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	2,60%
BET-XT	2,58%
BET-NG	8,09%
BET-BK	4,41%
BET Plus	2,42%
BET-TR	2,76%
BET-XT-TR	2,74%

Prezentare companie	
Adresa	Piata C.I.Motas nr. 1, Medias
Web	www.transgaz.ro
ISIN	ROTGNTACNOR8
Sectiune bursa	BVB
Segment	Premium
Piata principala	REGS
Data listarii	24.01.2008
Numar actiuni	11.773.844
Valoare nominala	10,00 RON
CAEN principal	4950
Indice VEKTOR	9,50

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
Actionar majoritar	6.888.840	58,51%
Statul Roman prin SGG	6.888.840	58,51%
Institutionali, dintre care:	3.464.740	29,43%
NN Pensii	774.571	6,58%
Allianz Asset Management AG	589.384	5,01%
Allianz Pensii Private	554.410	4,71%
Metropolitan Life Pensii	329.507	2,80%
SIF Oltenia	243.311	2,07%
Aegon Pensii	226.000	1,92%
Generali Pensii	208.234	1,77%
BCR Pensii	140.966	1,20%
Free float total	4.885.004	41,49%

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

Tariful reglementat pentru transportul gazelor naturale este impartit in doua componente, una volumetrica si una de rezervare de capacitate. Politica ANRE a fost de a creste in timp ponderea tarifului pentru rezervare de capacitate in dauna componentei volumetrice, anul trecut fiind atinsa tinta de 85% pentru componenta de rezervare de capacitate si 15% pentru cea volumetrica. Modificarile in structura tarifelor vor continua sa influenteze comparabilitatea rezultatelor financiare cu cele din anul anterior pana la 1 octombrie

2022, ulterior ponderea celor doua componente ramanand constanta.

Conducerea companiei

In luna mai 2022 au fost publicate doua ordine ale presedintelui ANRE, 74/2022 si 75/2022, prin care sunt prorogate pana la 30 septembrie 2023 termenele prevazute in ordinele din 2021 care consfinteau ultima schimbare a structurii tarifelor. Formularea celor doua ordine este foarte vaga, nefiind clar ce se intampla

cu sumele facturate intre octombrie 2021 si mai 2022 in baza prevederilor care au fost prorogate. Nu e clar nici daca vor fi mentinute tarifele noi si compensate ulterior diferentele, sau invers. Venitul reglementat pentru sistemul national de transport stabilit pentru anul 2021-2022 era de 1,4 mld. RON, iar venitul reglementat corectat 1,04 mld. RON, comparativ cu 1,29 mld. RON si 984,6 mil. RON in anul de reglementare anterior.

Desi aparent structura veniturilor este una simpla, lucrurile nu stau chiar asa. Tariful volumetric are o valoare fixa (1,11 RON/MWh/h stabilit prin ordinul prorogat recent, fata de 1,46 RON/MWh/h in anul 2020-2021), insa componenta de rezervare de capacitate este foarte stufoasa, existand tarife diferite, separate pentru punctele de intrare si cele de iesire din sistem, in functie de intervalul pe care este rezervata capacitatea de transport si chiar de perioada din an in care se intampla acest lucru. De exemplu, tariful trimestrial in punctele de intrare pentru trimestrul 3 al anului este de 1,55 RON/MWh/h, in timp ce tariful pentru trimestrul 1 este de 4,40 RON/MWh/h. Anterior diferenta era chiar mai mare, tariful din T3 fiind de 4,63 RON, iar cel din T1 1,42 RON. Comparativ, tariful pe termen lung este de 2,13 RON/MWh/h, pentru contracte pe un an intreg. Diferentele in cazul tarifelor intrazilnice sunt cele mai mari, limita de sus fiind in cazul celui pentru luna ianuarie, 14,23 RON/MWh/h, iar cea de jos pentru luna iunie, 3,28 RON/MWh/h. Si in acest caz, diferentele din anul anterior erau mai mari decat cele stabilite in 2021. Nu in ultimul rand, exista diferente de tarife si in functie de destinatia gazelor, cele transportate pentru inmagazinare avand tarife de transport cam la jumatate fata de cele destinate utilizarii.

In aceste conditii, estimarea pe termen scurt a veniturilor Transgaz este foarte dificila nu doar pentru analisti si investitori, ci si pentru companie in sine, ele fiind dependente de deciziile clientilor referitoare la intervalul pentru care aleg sa rezerve capacitatea de transport. Au fost ani in care veniturile si profitul companiei au fost mult peste estimari datorita unei ponderi mari a rezervarilor pe termen scurt, la tarife mai mari, insa nu exista niciodata o garantie ca o astfel de situatie se mentine de la un an la altul.

Pe termen mai lung lucrurile sunt mai simple, cel putin la prima vedere. Tarifele au de fapt ca obiectiv obtinerea unui venit reglementat care, la randul sau, sa permita obtinerea unei anumite rate de rentabilitate raportata la capitalul investit pentru desfasurarea activitatii. In acest moment, rata reglementata a rentabilitatii aprobata de ANRE pentru Transgaz este de 6,39%, cu un bonus de 1% pentru investitiile noi si de 2% pentru cele realizate cu accesarea fondurilor europene. Valoarea bazei de

Nume	Funcție
Mihaela-Virginia Toader	Non-Executive Interim Administrator
Czaba Orosz	Non-Executive Interim Administrator
Nicolae Minea	Independent Non-Executive Administrator
Ion Sterian	Director General & Executive Administrator
Petru Ion Vaduva	Chairman of the Board

Sursa: EquityRT

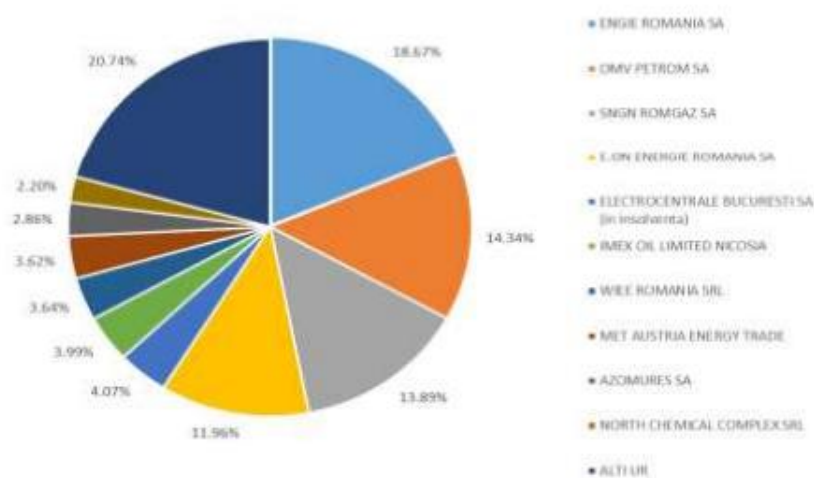
active reglementate la 1 octombrie 2021 era de 5,35 mld. RON, în creștere destul de mare de la 3,87 mld. RON cu un an înainte. Fără a lua în calcul bonusurile pentru investițiile noi sau cele finanțate din fonduri europene, rata de rentabilitate de 6,39% ar însemna un profit anual de aproape 350 mil. RON. Trebuie avut în vedere, totuși, că profitul luat în considerare de ANRE nu este egal cu cel contabil, fiind luate în considerare anumite tipuri de cheltuieli prevăzute în mod explicit în metodologia de stabilire a tarifelor. Devierea de la cifrele prevăzute în această metodologie, un lucru care, de altfel, are loc aproape în fiecare an, este compensată ulterior, în sus sau în jos, prin intermediul tarifelor de transport.

Pozitia pe piata si structura veniturilor

Despre Transgaz nu se poate spune că are o piață propriu-zisă, clienții fiind obligați să-i solicite serviciile. De aceea există și tarifele reglementate, care împiedică un eventual abuz al poziției de monopol deținute de companie.

Așa cum se poate vedea din graficul alăturat, în topul clienților sunt doi producători de gaze, OMV Petrom și Romgaz, și două companii cu activități de distribuție și furnizare, Engie și E.ON, cele care au cumpărat fostele companii Distrigaz de la Stat. Cei patru acoperă aproape 60% din veniturile Transgaz, următorii clienți având ponderi considerabil mai mici.

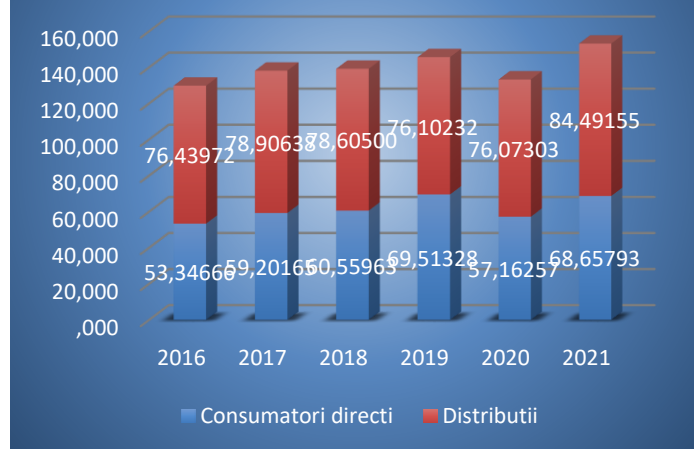
Principalii clienți în anul 2021



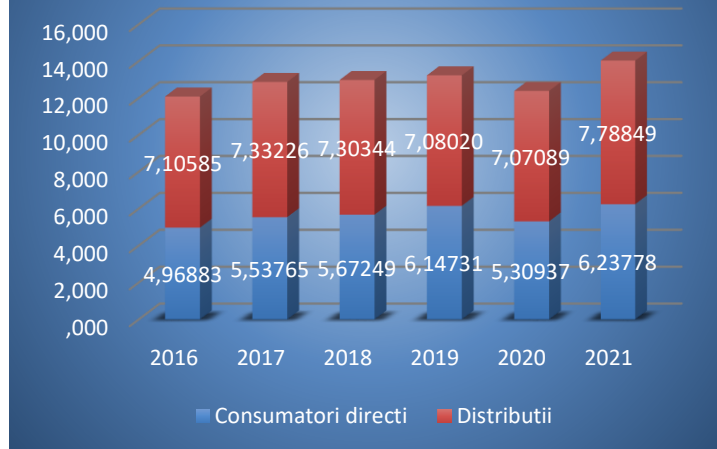
Sursa: Transgaz

Integrarea gazoductului BRUA în rețeaua europeană de transport de gaze, în contextul încercării Uniunii Europene de a elimina complet dependența față de gazul rusesc, ar putea aduce în topul

Cantități transportate
(mil. MWh)



Cantități transportate
(mld. mc)



clientilor si entitati internationale. Mai este destul de mult, insa, pana in acel moment, deocamdata fiind doar la stadiul de intentie gasirea unor surse de aprovizionare alternative cu gaze care ar putea tranzita Romania. Mai mult, va trebui trecut un obstacol important, gazele trebuind sa treaca si prin Ungaria, care a avut in ultimele luni numeroase tentative de a sabota interesele UE in favoarea celor ale Rusiei, unele dintre ele reusite.

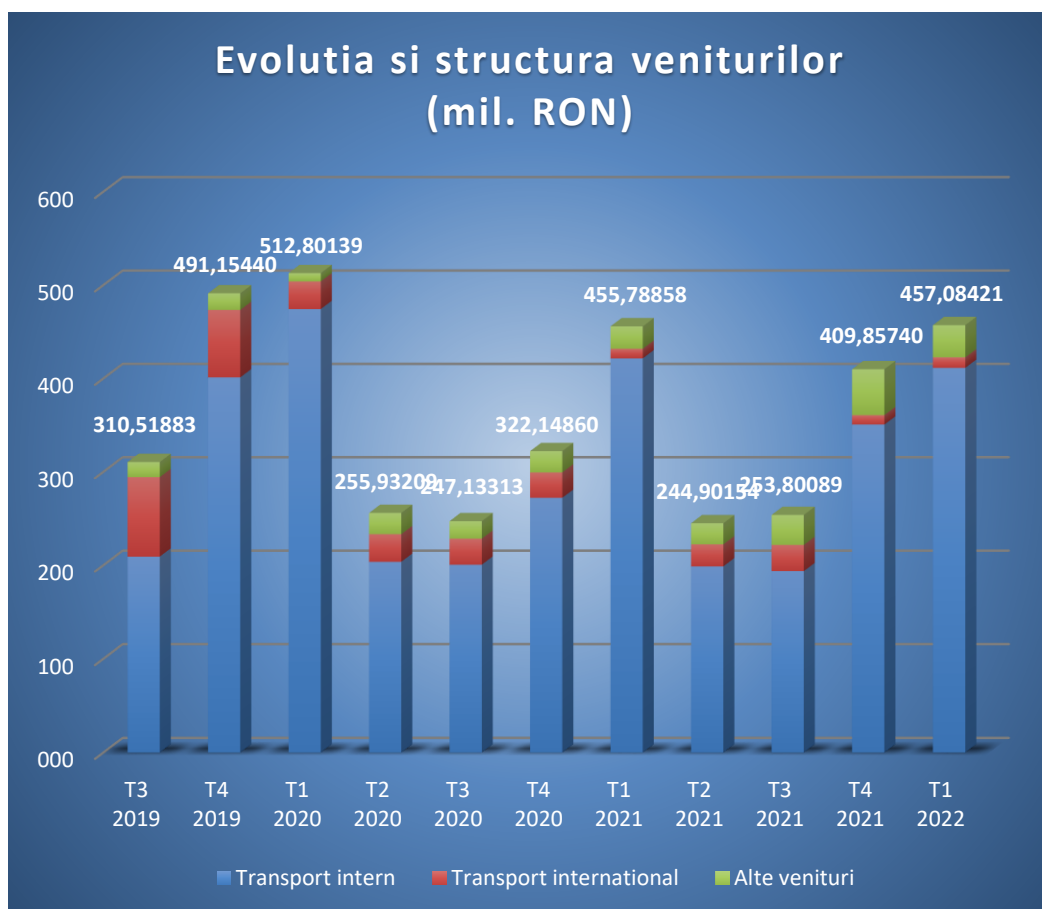
Cantitatile de gaze transportate au inregistrat cresteri usoare in ultimii 6 ani, asa cum se observa din cele doua grafice de mai sus, cu o sincopa in anul 2020, atunci cand masurile din prima parte a pandemiei COVID au restrictionat activitatea unora dintre consumatorii industriali. Structura in functie de tipul clientilor s-a mentinut relativ constanta, cu o pondere ceva mai mare pentru cele doua companii de distributie comparativ cu ponderea consumatorilor directi.

Structura veniturilor

Asa cum rezulta si din diferentierea tarifelor in functie de perioada din an, despre care am vorbit mai sus, activitatea Transgaz este una sezoniera, cu venituri mai mari in perioada de iarna, atunci cand se consuma mai multe gaze pentru incalzire, si mai mici in lunile mai calde.

Schimbarile in nivelul si structura tarifelor, combinate cu incertitudinea legata de deciziile clientilor, au facut ca veniturile sa aiba variatii considerabil mai mari decat cele ale cantitatilor de gaze transportate. In mod paradoxal, stabilitatea pe termen lung pe care o presupune rata de rentabilitate reglementata este obtinuta printr-o instabilitate pe termen scurt, tarifele fiind in mod constant ajustate pentru a acoperi dezechilibrele din perioadele anterioare.

In afara de sezonalitate, alte doua lucruri ies in evidenta din evolutia veniturilor companiei. In primul rand, faptul ca pandemia a tras in jos veniturile, asa cum era si normal, de altfel. Intre T2 2020 si T2 2021 fiecare trimestru a adus un minus fata de perioada similara a anului anterior, cele mai vizibile fiind scaderile din iarna 2020-2021. In al doilea rand, transportul international, care in primele doua trimestre din grafic avea o pondere semnificativa in veniturile totale, a ajuns aproape de zero dupa incetarea contractului cu Gazprom, veniturile din urmatoarele trimestre fiind de fapt sume care au ramas de plata esalonat din acel contract.



Analiza SWOT**PUNCTE TARI (+)**

- Monopol reglementat, nu are concurenta
- Profit aproape garantat
- Este obligata prin lege sa distribuie dividende

PUNCTE SLABE (–)

- Este expusa imixtiunilor politice
- Marja de profit limitata
- Posibilitati reduse de dezvoltare organica

OPORTUNITATI (+)

- Renuntarea la gazele rusesti poate transforma Romania intr-o tara de tranzit importanta
- Exploatarea gazelor din Marea Neagra poate creste si ea cantitatile transportate
- Inflatia poate duce la cresterea ratei reglementate de rentabilitate

AMENINTARI (–)

- Cresterea gradului de indatorare a avut loc fix inainte de cresterea ratelor de dobanda
- Presiunile politice pot tine tarifele sub nivelul la care ar fi normal sa ajunga
- Evolutiile tehnologice ar putea duce la inlocuirea gazelor cu surse de energie nepoluante

Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor

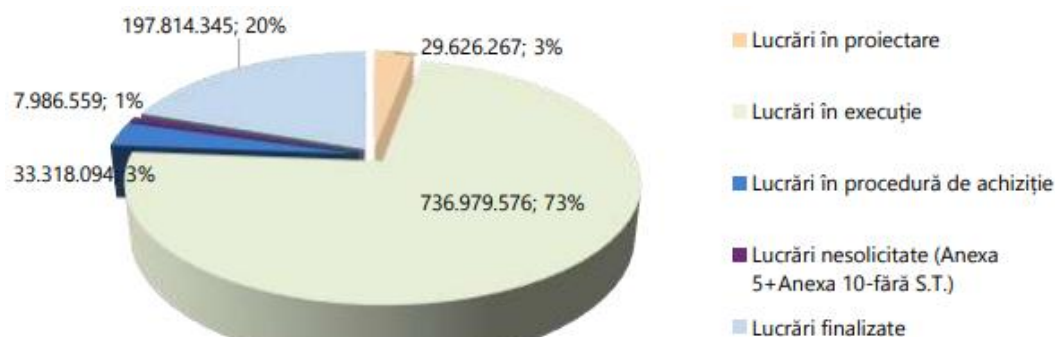
Transgaz este printre emitentii de la BVB cu cele mai consistente programe de investitii, pentru asta existand o combinatie de factori. In primul rand, prin natura lucrurilor sistemul de transport al gazelor are nevoie de investitii regulate pentru a functiona in parametrii corespunzatori. In al doilea rand, atitudinea ostila a

Rusiei a generat si in trecut, si cu atat mai mult in perioada actuala, un interes ridicat pentru proiectele transfrontaliere de

transport de gaze naturale. In al treilea rand, includerea investitiilor in baza de active reglementate, cu consecinta recuperarii lor prin intermediul tarifelor, incurajeaza la randul sau realizarea de investitii cat mai mari. In unele cazuri o incurajeaza atat de mult incat sunt implementate proiecte care in final se dovedesc a nu fi viabile economic. Este, momentan, si cazul BRUA, cel mai mare proiect din ultimii ani al companiei, care nu a fost folosit pana acum. Razboiul din Ucraina ar putea schimba lucrurile, transformand o investitie esuata intr-una reusita, insa pana acolo va trebui gasita o sursa de gaze si, foarte probabil, inlaturate sicanele pe care le va pune Ungaria in calea unei alternative la gazele rusesti.

Mai jos sunt proiectele strategice incluse in Planul de Dezvoltare a Sistemului National de Transport Gaze Naturale (PDSNT) pentru perioada 2021-2030. Doua dintre ele au fost finalizate in anul 2021, iar dintre cele nefinalizate, pentru unul singur a fost luata decizia finala de investitie. Toate trei existau in planul de dezvoltare inca din anul 2014. Doua dintre celelalte sunt intr-o faza avansata: BRUA faza 2 si interconectarea cu Serbia. In total vorbim despre proiecte de investitii pentru urmatoorii 9 ani in valoare de peste 3 mld. EUR, de aproape 6 ori mai mari decat capitalizarea Transgaz in acest moment.

Stadiul Programului de Modernizare si Dezvoltare Investitii in decembrie 2021



Sursa: Transgaz

Proiecte	Valoare estimata (mil. EUR)	Termen executie
Proiecte finalizate in anul 2021		
Dezvoltare in zona de nord-est - crestere capacitate de interconectare cu R. Moldova	174,25	2021
Dezvoltari pentru preluarea gazelor din Marea Neagra	9,14	2021
Proiecte cu decizie finala de investitii		
Coridorul sudic de transport - preluare gaze de la Marea Neagra	371,60	2024
Proiecte fara decizie finala de investitii		
BRUA Faza 2 - extindere capacitate	74,50	2024
Interconectare Romania - Serbia	56,21	2024
BRUA Faza 3 - extindere retea de conducte	530,00	2026
Dezvoltare infrastructura in zona de nord-vest	405,00	2024-2026 (in 3 etape)
Crestere capacitate interconectare Romania - Bulgaria	51,80	2027
Eastring – Romania	1.654,00	2027-2030 (in 2 etape)
Sistem monitorizare, control si achizitie date statii catodice	17,70	2026
Dezvoltare sistem SCADA	5,50	2024

Modernizare conducta Isaccea 2 - Negru Voda 2 pentru curgere bidirectionala	26,65	2024
Modernizare conducta Isaccea 3 - Negru Voda 3 pentru curgere bidirectionala	26,65	2028
Interconectarea cu terminalul GNL de la Marea Neagra	19,60	2028
Total investitii nefinalizate	3.239,21	

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	3L 2022
Imprumuturi pe termen lung	69.895.500	233.195.000	661.062.420	1.593.385.489	1.899.193.227	1.640.549.294
Imprumuturi pe termen scurt	0	0	2.867.580	121.410.422	132.104.365	132.092.596
Total datorii financiare	69.895.500	233.195.000	663.930.000	1.714.795.911	2.031.297.592	1.772.641.890
Procent din activele totale	1,48%	4,67%	11,51%	23,75%	25,37%	22,50%
Procent din capitalul propriu	1,85%	6,28%	17,56%	45,77%	52,42%	42,01%
Datorii financiare/EBITDA	0,08	0,31	1,23	4,15	4,23	3,11
Datorii financiare nete	-992.456.334	-475.557.317	352.791.839	1.425.333.871	1.616.342.536	1.555.448.289

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Investitiile sustinute din ultimii ani, in principal in gazoductul BRUA, au transformat Transgaz dintr-o companie aproape fara datorii financiare intr-una care se apropie de zona in care ar fi considerata supraindatorata de catre banci, cu un raport intre datoriile financiare si EBITDA care a trecut de 4 in 2020 si 2021.

Imprumuturi pe termen lung la 31 martie 2022

Imprumut	Creditor	Sold (RON)	Imprumut	Maturitate
BEI 83644RO	BEI	221.607.680	2017	15 ani
BEI 88825RO	BEI	242.398.931	2017	15 ani
BCR 20190409029	BCR	163.680.000	2019	15 ani
BCR 20201028056	BCR	345.600.000	2020	13 ani
BCR 20210817030	BCR	95.933.333	2021	12 ani
BCR 20211124044	BCR	220.000.000	2021	12 ani
BERD	BERD	244.585.440	2018	
BT (linie de credit)	Banca Transilvania	51.626.000	2020	

Nivelul total al datoriilor financiare a

atins apogeul la finalul anului trecut, trecand peste 2

Sursa: raportarile companiei

mld. RON, cea mai mare parte a acestor datorii avand scadente lungi, de peste 10 ani. Datoriile financiare nete, care iau in calcul si numerarul si echivalentele de numerar, au ajuns de la un minus de aproape 1 mld. RON pana la un plus de 1,55 mld. RON, in conditiile in care datoriile financiare si numerarul au avut evolutii opuse, primele crescand in timp ce al doilea a scazut.

Spre deosebire de alte companii, cum ar fi MedLife sau Digi Communications, unde predomina un imprumut de mari dimensiuni, la Transgaz datoriile sunt impartite destul de echilibrat, existand trei creditorii principali: BEI, BERD si BCR. La creditele de mai sus s-a adaugat de curand un imprumut de 300 mil. RON pe 2 ani de la Raiffeisen Bank, avand ca destinatie acoperirea necesarului de capital de lucru pentru activitatea de echilibrare. Cel mai probabil a fost nevoie de acesta in contextul cresterii pretului gazelor naturale, chiar daca activitatea de echilibrare nu aduce profituri sau pierderi. De asemenea, a fost suplimentata limita liniei de credit de la Banca Transilvania, de la 300 mil. RON la 453 mil. RON.

Politica de dividend

Printre motivele pentru care compania a ajuns la un grad de indatorare ridicat se numara si generozitatea cu care au fost distribuite dividende de-a lungul timpului, anii 2017 si 2018 iesind in evidenta din acest punct de vedere, cu cate doua distributii de dividend (din profitul curent si apoi din cel reportat). Au existat insa si alti ani in care rata de distributie, randamentul brut sau ambele au fost la un nivel ridicat.

Desi programul de investitii necesita sume importante, iar datoriile sunt deja destul de mari, anul curent a adus a doua rata de distributie catre dividende de dupa listarea la Bursa, peste 100% raportat la profitul anului trecut. Chiar si in aceste conditii, randamentul nu mai este la nivelul din trecut, in principal pentru ca profitul nu mai este nici el la fel de mare.

Anul distributiei de dividend	Dividend brut (RON)	Rata de distributie	Randament brut
2008	9,66	50,77%	4,24%
2009	10,47	51,58%	6,71%
2010	13,02	51,33%	5,54%
2011	28,77	90,00%	11,07%
2012	29,76	92,31%	12,19%
2013	21,29	76,12%	10,44%
2014	17,58	61,88%	8,69%
2015	21,80	50,58%	7,74%
2016	27,61	66,65%	9,42%
2017*	60,85	120,27%	14,04%
2018*	46,52	90,96%	12,07%
2019	21,66	51,11%	5,87%
2020	15,47	52,12%	5,84%
2021	8,14	58,01%	2,85%
2022	14,82	104,52%	6,47%

Sursa: Prime Analyzer

*Ani cu doua distributii de dividend

Asa cum se poate vedea din datele istorice, politica de dividende este una volatila, influentata de preferintele si nevoile bugetare de moment ale politicianilor care guverneaza tara. Avand in vedere ca, dupa toate aparentele, ne indreptam spre cresteri tot mai mari si mai nesustenabile ale cheltuielilor publice, e de asteptat ca Transgaz, alaturi de restul companiilor de Stat, sa continue sa distribuie o proportie importanta a profitului catre dividende, iar banii necesari pentru investitii sa fie luati din credite.

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T1 2022

Indicator (RON)	T1 2022	T1 2021	Evolutie T1	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri transport intern	411.334.767	421.450.362	-2,40%	1.164.418.613	1.150.464.877	1,21%
Venituri transport international	11.255.499	10.342.360	8,83%	72.037.147	114.222.513	-36,93%
Alte venituri	34.493.941	23.995.858	43,75%	128.055.482	73.327.808	74,63%
Total transport gaze	457.084.207	455.788.580	0,28%	1.364.511.242	1.338.015.198	1,98%
Amortizare	-104.601.664	-78.978.037	32,44%	-351.054.254	-248.718.205	41,15%
Cheltuieli cu personalul	-97.565.930	-95.116.361	2,58%	-464.596.008	-434.561.188	6,91%
Consum tehnologic, materiale si consumabile	-46.197.908	-37.752.350	22,37%	-112.818.316	-115.609.386	-2,41%
Cheltuieli cu redevente	-1.690.361	-1.727.171	-2,13%	-4.945.824	-107.760.493	-95,41%
Intretinere si transport	-6.474.409	-6.296.834	2,82%	-32.769.283	-30.406.540	7,77%

Impozite si alte sume datorate statului	-16.016.603	-16.527.618	-3,09%	-86.200.670	-71.869.930	19,94%
Venituri/cheltuieli provizioane	-4.668.455	-2.216.239	110,65%	7.308.411	-6.121.086	-219,40%
Alte cheltuieli de exploatare	63.399.072	-37.387.352	-269,57%	-185.042.332	-158.473.942	16,77%
Rezultat operational	243.267.949	179.786.618	35,31%	134.392.966	164.494.428	-18,30%
Rezultat financiar net	80.072.952	17.015.779	370,58%	104.875.361	35.057.746	199,15%
Profit brut	323.340.901	196.802.397	64,30%	239.268.327	199.552.174	19,90%
Impozit pe profit	-55.423.160	-38.906.402	42,45%	-52.326.855	-34.327.858	52,43%
Profit net	267.917.741	157.895.995	69,68%	186.941.472	165.224.316	13,14%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Transgaz a inceput anul 2022 la fel de bine cum l-a incheiat pe cel anterior, cu un rezultat surprinzator de bun. De data aceasta motivele care au stat la baza rezultatului au avut mai putin de a face cu activitatea propriu-zisa si mai mult cu factorii conjuncturali.

Veniturile totale din transportul de gaze au avut o variatie foarte mica fata de perioada similara din 2021, crescand cu 0,28%, de la 455,79 mil. RON in T1 2021 pana la 457,08 mil. RON in T1 2022. Valoarea neschimbata a veniturilor totale din transport a avut la baza evolutiile aproximativ egale, dar de sens opus ale veniturilor din transportul intern, respectiv veniturilor din categoria „Alte venituri”. Primele au scazut cu 10,1 mil. RON (-2,40%), de la 421,45 mil. RON la 411,33 mil. RON, in principal din cauza cantitatilor mai mici rezervate si transportate. Acesta este ultimul an in care ponderea tarifelor pentru componenta de rezervare de capacitate si a celor pentru componenta volumetrica difera comparativ cu anul trecut, pe 1 octombrie 2021 fiind atinsa tinta de 85% pentru componenta de rezervare de capacitate si 15% pentru cea volumetrica, stabilita anterior de ANRE. In acest fel, din ultimul trimestru al anului curent vom avea, in principiu, o situatie mai stabila si mai previzibila in ceea ce priveste veniturile Transgaz.

Daca pe partea de venituri lucrrurile nu au evoluat in mod spectaculos, pe cea de cheltuieli lucrrurile au stat complet diferit. Cheltuielile operationale totale au scazut cu 22,53%, de la 276 mil. RON la 213,82 mil. RON, motivul principal al acestei scaderi fiind pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, ajunsa de la o cheltuiala neta de 37,39 mil. RON la un venit net de 63,4 mil. RON. La randul sau, aceasta diferenta foarte mare a venit de la un singur element, si anume anulara provizioanelor aferente creantei restante de 116,34 mil. RON fata de ELCEN, incasata pe parcursul trimestrului.

Majoritatea celorlalte cheltuieli operationale au crescut, in sa nu intr-un ritm foarte abrupt. Cea mai mare crestere a fost cea a cheltuielilor cu amortizarea, cu 32,44%, sau 25,62 mil. RON, motivul principal fiind investitiile inaugurate in ultima perioada. O alta crestere mai importanta a fost cea a cheltuielilor cu consumul propriu tehnologic, materialele si consumabilele, cu 22,37%, sau 8,44 mil. RON. Cresterea acestei categorii de cheltuieli a fost una relativ redusa, daca o comparam cu cea de la emitenti precum Transelectrica sau Electrica, acolo unde consumul propriu tehnologic a produs pagube serioase din cauza cresterii preturilor din sectorul energetic.

Banii incasati in mod neasteptat de la ELCEN au dus profitul operational al Transgaz mai sus cu 35,31% fata de primul trimestru al anului trecut, de la 179,79 mil. RON in T1 2021 pana la 243,27 mil. RON in T1 2022. Acesta nu a fost, in sa, singurul element nerecurrent care a influentat in mod semnificativ rezultatele companiei. Al doilea este venitul financiar din ajustarea creantei privind Acordul de Concesiune pentru reseaua de transport, mai exact din actualizarea bazei de active reglementate cu rata inflatiei. Aceasta categorie de venit nu avea o influenta importanta in trecut, in sa in conditiile actuale, cu rata inflatiei aproape de 15%, incepe sa joace un rol tot mai important in rezultatele financiare. Este vorba despre un venit care nu este doar nerecurrent, ci si non-cash. Mai mult, este un venit care nu se bazeaza de fapt pe o evaluare reala a activelor, ci pe o prevedere stabilita in mod arbitrar de o lege. Atata timp cat inflatia va fi una ridicata el va distorsiona rezultatele si le va face sa para mai bune decat sunt de fapt.

Dupa includerea celor doi factori nerecurrenti mentionati mai sus, profitul net consolidat al Transgaz a crescut cu 69,68%, de la 157,9 mil. RON la 267,92 mil. RON. Profitul net TTM a ajuns la 296,96 mil. RON, un nivel mai apropiat de cel atins pana

in 2019, in sa in continuare mai mic decat atunci. Perspectivile de viitor ale companiei se anunta a fi unele bune, invazia Rusiei in Ucraina putand da in sfarsit o utilitate gazoductului BRUA, care parea ca va ramane un fel de teren de fotbal facut in panta, dar la scara mult mai mare.

Rezultate istorice

Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	3L 2022 TTM
Venituri transport intern	1.338.046.808	1.178.419.674	1.192.597.737	1.150.464.877	1.164.418.613	1.154.303.018
Venituri transport international	333.289.677	324.380.804	327.696.392	114.222.513	72.037.147	72.950.286
Alte venituri	48.656.206	105.636.220	56.372.901	73.327.808	128.055.482	138.553.565
Total transport gaze	1.719.992.691	1.608.436.698	1.576.667.030	1.338.015.198	1.364.511.242	1.365.806.869
Amortizare	-184.474.656	-188.021.695	-193.622.482	-248.718.205	-351.054.254	-376.677.881
Cheltuieli cu personalul	-385.228.323	-382.451.327	-413.647.347	-434.561.188	-464.596.008	-467.045.577
Consum tehnologic, materiale si consumabile	-105.031.611	-96.880.600	-99.266.835	-115.609.386	-112.818.316	-121.263.874
Cheltuieli cu redevente	-167.133.649	-151.026.697	-151.282.768	-107.760.493	-4.945.824	-4.909.014
Intretinere si transport	-27.397.902	-35.884.134	-29.844.354	-30.406.540	-32.769.283	-32.946.858
Impozite si alte sume datorate statului	-71.564.024	-76.448.349	-111.290.009	-71.869.930	-86.200.670	-85.689.655
Venituri/cheltuieli provizioane	-1.272.746	-5.946.358	-49.818.887	-6.121.086	7.308.411	4.856.195
Alte cheltuieli de exploatare	-113.163.618	-110.292.897	-179.926.744	-158.473.942	-185.042.332	-84.255.908
Rezultat operational	664.726.162	561.484.641	347.967.604	164.494.428	134.392.966	197.874.297
Rezultat financiar net	40.318.788	21.395.587	71.133.976	35.057.746	104.875.361	167.932.534
Profit brut	705.044.950	582.880.228	419.101.580	199.552.174	239.268.327	365.806.831
Impozit pe profit	-121.429.146	-87.205.120	-70.842.564	-34.327.858	-52.326.855	-68.843.613
Profit net	583.615.804	495.675.108	348.259.016	165.224.316	186.941.472	296.963.218

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Ultimii ani au fost destul de zbuciumati pentru Transgaz, din rezultatele istorice reiesind mai multe evolutii care au afectat rezultatele financiare. Pe partea de venituri se observa o scadere constanta intre 2017 si 2020, ultimul dintre acesti ani aducand si cea mai abrupta evolutie. Desi a coincis cu primul an de pandemie si cu cele mai importante restrictii anti-COVID, scaderea veniturilor nu a venit de acolo, ci de la veniturile din transportul international, cauza fiind incetarea acordului de transport cu Gazprom. Per total, intre 2017 si 2021 compania a pierdut venituri de peste 250 mil. RON din transportul international, fata de un minus de circa 175 mil. RON din transportul intern.

Punand in context cifrele, scaderea veniturilor din transportul intern impreuna cu cifrele relativ constante, chiar in usoara crestere, privind cantitatile transportate, duc la concluzia ca veniturile mai mici au la baza scaderea tarifului mediu. La randul sau, acesta este influentat de doi factori. In primul rand, predictibilitatea tarifelor i-a ajutat pe clienti sa fie mai eficienti si sa contracteze capacitati de transport apropiate de cele de care aveau nevoie. In al doilea rand, rezultatele foarte bune obtinute in principal intre 2014 si 2018 au dus la un dezechilibru care ulterior a fost corectat prin tarife mai mici. Asa cum am precizat si mai sus, profitul rezultat din baza actuala de active reglementate si rata reglementata ar fi in jurul cifrei de 350 mil. RON, iar Transgaz a fost o perioada lunga peste acest nivel. Cifra nu se refera la profitul contabil, ci la cel obtinut prin deducerea

anumitor cheltuieli prevazute in metodologia aprobata de ANRE, in sa in mod normal ar trebui sa fie mai mare decat profitul contabil, pentru care sunt deduse si cheltuieli suplimentare.

In paralel cu scaderea veniturilor vedem si o crestere a mai multor categorii de cheltuieli. Cea mai mare crestere a fost cea a cheltuielilor cu amortizarea, un lucru normal avand in vedere investitiile sustinute din ultimii ani. Cheltuielile cu personalul au crescut si ele, in sa intr-un ritm mai lent, la fel cum s-a intamplat si in cazul celor cu consumul tehnologic, materialele si consumabilele si al celor cu impozitele si alte sume datorate statului.

In anul 2021 au aparut si doi factori pozitivi mai degraba conjuncturali. In primul rand, cheltuielile cu redeventele au scazut pana aproape de zero, ca urmare a unei modificari legislative favorabile. In al doilea rand, rezultatul financiar a crescut de la 30-40 mil. RON in mod obisnuit in anii trecuti pana la 167,9 mil. RON TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) cu rezultatele pe primul trimestru din 2022. Motivul, pe care l-am explicat si mai sus, este unul mai putin obisnuit, si anume inregistrarea unor venituri financiare din ajustarea cu inflatia a creantei din Acordul de Concesiune a sistemului de transport de gaze.

Per total, scaderea veniturilor a avut un impact decisiv asupra rezultatelor financiare, profitul net anual ajungand din intervalul 400-600 mil. RON intre 2014 si 2018 pana la mai putin de 200 mil. RON in 2020 si 2021. Avand in vedere corelatia dintre scaderea profitului si cea a veniturilor din transportul international, putem spune ca la Transgaz rusii au inchis robinetul (cu bani, in acest caz) mai devreme decat pentru restul Europei.

Bilantul

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	3L 2022
Active imobilizate	3.197.706.998	3.490.423.765	4.484.129.289	6.060.658.537	6.667.475.605	6.677.043.310
Imobilizari corporale	558.555.440	513.263.137	476.405.816	731.437.847	852.178.630	832.875.696
Drept utilizare active in leasing			9.359.179	19.192.069	19.617.136	19.214.483
Imobilizari necorporale	2.051.627.429	2.301.804.939	3.058.556.071	3.997.052.066	3.931.692.560	3.936.777.536
Fond comercial				9.082.127	9.704.675	9.558.889
Inobilizari financiare	232.533	45.600.828	215.886.809			
Creante comerciale si alte creante	587.291.596	629.754.861	723.921.414	1.364.268.828	1.788.570.507	1.878.616.706
Impozit amanat				4.985.106	352.591	
Active circulante	1.523.897.156	1.505.383.695	1.285.039.006	1.160.990.401	1.338.670.539	1.201.673.506
Stocuri	82.093.413	255.241.340	488.033.645	194.141.876	311.708.204	398.553.784
Creante comerciale si alte creante	379.451.909	541.390.038	485.867.200	677.396.485	612.007.279	585.926.121
Numerar si echivalente de numerar	1.062.351.834	708.752.317	311.138.161	289.452.040	414.955.056	217.193.601
Capitaluri proprii	3.769.267.920	3.712.731.065	3.781.940.387	3.746.268.557	3.874.819.577	4.129.718.296
Datorii pe termen lung	678.733.696	864.288.167	1.489.789.170	2.772.114.160	3.091.747.368	2.812.644.037
Imprumuturi pe termen lung	69.895.500	233.195.000	661.062.420	1.593.385.489	1.899.193.227	1.640.549.294
Provizion beneficii angajati	95.853.939	107.072.136	119.858.608	118.611.004	106.041.177	106.041.177
Venituri in avans	497.755.179	519.718.816	647.728.922	1.043.635.227	1.069.813.639	1.034.367.031
Impozit amanat de plata	15.229.078	4.302.215	7.860.382			15.506.811

Datorii comerciale si alte datorii			53.278.838	16.482.440	16.699.325	16.179.724
Datorii pe termen scurt	273.602.538	418.788.228	497.438.738	703.266.221	946.030.444	846.434.813
Datorii comerciale si alte datorii	255.035.974	397.200.648	420.478.016	434.132.013	650.466.973	500.347.686
Venituri in avans				69.030.913	91.671.887	100.753.841
Impozit curent de plata						39.728.742
Provizion pentru riscuri si cheltuieli	14.957.838	18.647.787	72.239.710	75.794.781	67.779.988	69.504.717
Imprumuturi pe termen scurt			2.867.580	121.410.422	132.104.365	132.092.596
Provizion beneficii angajati	3.608.726	2.939.793	1.853.432	2.898.092	4.007.231	4.007.231
Total activ	4.721.604.154	4.995.807.460	5.769.168.295	7.221.648.938	8.006.146.144	7.878.716.816

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Asa cum e de asteptat pentru o companie care are un obiect limitat de activitate, bilantul Transgaz graviteaza in jurul sistemului de transport de gaze pe care il administreaza. Activele sunt intr-o proportie covarsitoare pe termen lung, cele mai mari ponderi fiind cele ale imobilizarilor necorporale si ale creantelor pe termen lung. Ponderea mare a imobilizarilor necorporale poate parea surprinzatoare, insa ea este explicata de faptul ca infrastructura de transport al gazelor este in proprietatea Statului, fiind doar administrata de Transgaz. In aceste conditii, in active nu sunt inregistrate conductele de transport, ci dreptul de utilizare a acestora, care este un activ necorporal. De asemenea, creantele pe termen lung reprezinta valoarea ramasa neamortizata la finalul acordului de concesiune, valoare pe care Statul ar trebui sa o plateasca in cazul in care la momentul respectiv (in 2032, mai exact) ar decide sa nu reinnoiasca acest acord si ar dori sa fie sa transfere catre alta firma operarea sistemului, fie sa o realizeze singur.

Investitiile realizate in ultimii ani, impreuna cu cresterea ratei inflatiei in 2021 si prima parte a lui 2022, au facut ca imobilizarile necorporale si creanta privind acordul de concesiune sa creasca in ritm alert, primele aproape dublandu-se intre finalul lui 2017 si 31 martie 2022, iar creanta crescand de mai mult de 3 ori.

Privind mai jos in tabel observam ca aceasta crestere a activelor a fost finantata in cea mai mare parte prin indatorare. Datoriile financiare pe termen lung au crescut cu circa 1,6 mld. RON, acoperind aproape integral cresterea imobilizarilor necorporale. Capitalurile proprii, pe de alta parte, au inregistrat o crestere modesta, de mai putin de 400 mil. RON, in conditiile in care cea mai mare parte a profitului obtinut intre timp a fost distribuit sub forma de dividende.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	3L 2022 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,87	-0,10	1,38	3,45	3,22	2,62
Numerar/Active	22,50%	14,19%	6,09%	4,01%	5,18%	2,76%
Datorii totale/Active	20,17%	25,68%	34,87%	48,12%	50,43%	46,44%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	849,20	749,51	537,00	413,21	482,25	570,72
Lichiditate						
Rata rapida	5,27	2,99	1,65	1,37	1,09	0,95
Rata curenta	5,57	3,59	2,58	1,65	1,42	1,42

Rata numerarului	3,88	1,69	0,66	0,41	0,44	0,26
Efect de levier	0,25	0,35	0,54	0,93	1,04	0,89
Durata incasare creante	80,48	81,47	61,60	52,88	101,92	105,42
Durata mentinere stocuri	37,88	41,22	89,52	56,88	47,85	60,42
Durata plata furnizori	129,68	15,97	46,89	27,26	62,72	69,68
Ciclu conversie numerar (zile)	-11,32	106,72	104,23	82,50	87,04	96,16
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	10,93%	9,48%	6,41%	2,59%	2,27%	3,64%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	15,17%	13,48%	9,11%	4,32%	4,41%	7,05%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,34	0,39	0,46	0,46	0,27	0,25
Rata de rotatie capital propriu	0,47	0,55	0,65	0,76	0,53	0,49
Profitabilitate						
Marja operationala	42,96%	33,65%	23,43%	11,25%	14,81%	13,95%
Marja neta	32,09%	24,61%	13,97%	5,65%	8,28%	14,44%
Marja EBITDA	46,82%	37,21%	21,97%	14,12%	23,73%	30,02%
Rata efectiva de impozitare	17,44%	14,96%	17,17%	17,20%	28,02%	23,30%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Evolutiile observate mai sus in bilant si in contul de

profit si pierdere s-au concretizat si in ceea ce priveste indicatorii financiari principali ai companiei, acestia fiind marcati de scaderea venitului si profitului, dar si de cresterea considerabila a datoriilor financiare.

Indicatorii de risc financiar, primii din tabel, s-au inrautatit considerabil, fara sa ajunga, deocamdata, intr-o zona periculoasa. Ei au pornit de la un nivel foarte confortabil, in acest fel explicandu-se si faptul ca, desi sunt mult mai slabi in acest moment, nu indica o situatie problematica.

Indicatorii de lichiditate s-au inrautatit la randul lor, in principal ca urmare a scaderii abrupte a rezervelor de numerar, pe masura ce proiectele de investitii au fost implementate. Rata curenta si rata rapida au ajuns de la mai mult de 5 la 1,42, respectiv 0,95, in timp ce rata numerarului a ajuns aproape de zero, de la 3,88 in 2017. Ciclul de conversie a numerarului a crescut si el cu mult, de la o valoare negativa in 2017 la peste 100 in cei doi ani urmasori si la aproape 100 in cele 12 luni incheiate pe 31 martie 2022. Toti cei 3 indicatori care il compun s-au inrautatit, in principal durata de plata a furnizorilor, care a scazut cu 60 de zile.

Indicatorii de rentabilitate si cei de profitabilitate au avut la randul lor evolutii negative pe linie, cu niste minime in 2020 si 2021, urmate de o imbunatatire in primul trimestru al acestui an.

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)	24,30	2,99	3,13	8,98	4,46		
Amber Grid (Lituania)	10,06	1,11	2,55	6,06	3,18		
Snam (Italia)	9,64	1,91	4,24	11,39	7,79		
Enagas (Spania)	19,92	1,60	4,58	12,08	8,74		
Medie	15,98	1,90	3,63	9,63	6,04		

Transgaz	9,46	0,68	2,06	7,65	3,19		
Diferenta	-40,80%	-64,24%	-43,18%	-20,53%	-47,20%		
Pret cu media emitentilor similari	402,8602	666,8971	419,7252	300,1186	451,7009	448,2604	393,6012
Mediana emitenti Regulated Gas	9,69	1,35	2,17	7,13	3,18		
Diferenta	-2,37%	-49,63%	-5,07%	7,29%	0,31%		
Pret cu mediana emitentilor din sector	244,2986	473,4926	251,2354	222,2882	237,7524	285,8135	238,8937

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Asa cum este cazul si cu celelalte companii din sectorul de utilitati de la BVB, numarul emitentilor similari este unul foarte mic. In plus, in cazul Transgaz si numarul emitentilor europeni din sectorul extins de activitate, Regulated Gas, este unul mic, doar 12. De asemenea, unul singur dintre cei 4 emitenti comparabili (Amber Grid) activeaza doar in transportul de gaze naturale, la fel ca Transgaz. In aceste conditii, evaluarea pe baza comparatiei multiplilor de piata are o relevanta limitata, motiv pentru care am luat-o in considerare doar partial.

In mod oarecum neobisnuit pentru emitentii mari de la BVB, toti multiplii de piata ai Transgaz sunt mai mici decat mediile multiplilor emitentilor similari. Si atunci cand vine vorba de mediana emitentilor din sectorul extins de activitate lucrurile stau asemanator, insa diferenta nu mai este la fel de mare.

Chiar daca niciunul dintre multiplii din tabel nu are o valoare extrema, in cazul multiplului P/BV (price/book value – pret/valoarea contabila) valoarea actiunii rezultata din comparatie este una extrema, din cauza nivelului foarte mic pe care il are acest multiplu la Transgaz. Motivul este acumularea pe termen lung a capitalului propriu, fara ca acesta sa fie utilizat pentru dezvoltare si generarea de profit suplimentar. In trecut situatia era si mai dezechilibrata, indatorarea din ultimii ani facand ca activele sa creasca destul de mult, in timp ce capitalul propriu a ramas pe loc. Chiar si asa insa, volumul de activitate a fost decorelat de evolutia activelor, asa ca indicatorul P/BV a ramas intr-o zona mult mai mica decat la alti emitenti. Din acest motiv am calculat si o medie ajustata a valorilor rezultate din comparatia multiplilor, din care am scos acest multiplu, considerand ca el distorsioneaza evaluarea.

Pentru cei patru multipli ramasi in calcul diferentele intre valoarea de la Transgaz si cea de la restul emitentilor este apropiata, cu o exceptie, EV/EBITDA, pentru care diferenta este mai mica, iar pretul mediu rezultat este si el ceva mai mic. Rezultatul este o valoare medie ajustata de 393,6 RON/actiune, cu 65,03% mai mare decat pretul de piata al actiunii TGN.

Se poate observa faptul ca valoarea medie ajustata obtinuta din comparatia cu mediana multiplilor emitentilor din sectorul de activitate este considerabil mai mica, de doar 238,9 RON/actiune, cu doar 0,4 RON/actiune mai mare decat pretul de piata al actiunii.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Venituri totale	1.341,30	1.295,12	1.909,39	1.979,90	2.060,39	1.985,32
<i>Evolutie</i>	-1,70%	-3,44%	47,43%	3,69%	4,07%	-3,64%
Cheltuieli operationale	1.165,85	1.133,40	1.560,23	1.596,57	1.639,37	1.575,68

<i>Evolutie</i>	-5,22%	-2,78%	37,66%	2,33%	2,68%	-3,89%
Profit operational	175,45	161,72	349,16	383,33	421,02	409,64
<i>Evolutie</i>	30,55%	-7,83%	115,90%	9,79%	9,83%	-2,70%
Marja operationala	13,08%	12,49%	18,29%	19,36%	20,43%	20,63%
Rezultat financiar net	290,82	242,88	207,96	110,37	64,51	59,70
<i>Evolutie</i>	177,30%	-16,48%	-14,38%	-46,93%	-41,55%	-7,45%
Profit net	384,67	404,60	557,12	493,70	485,52	469,34
<i>Evolutie</i>	105,77%	5,18%	37,70%	-11,38%	-1,66%	-3,33%
Marja neta	28,68%	31,24%	29,18%	24,94%	23,56%	23,64%

Sursa: estimari Prime Transaction

Asa cum spuneam si mai sus, desi rezultatele financiare ale Transgaz au la baza o metodologie foarte stufoasa si exacta in baza careia sunt stabilite tarifele de transport, ele sunt de fapt destul de greu de anticipat. In primul rand, metodologia este atat de stufoasa incat e greu de replicat din afara companiei sau a ANRE, avand multe variabile la care cineva din afara pur si simplu nu are acces. Chiar si datele si estimarile pe care compania le trimite la ANRE pentru a ajuta la fundamentarea deciziei institutiei pot fi considerate inadecvate, iar decizia sa fie luata pe baza unor cifre ajustate sau complet diferite. In al doilea rand, elemente importante pe care se bazeaza estimarea rezultatelor depind de decizii care vor fi luate in viitor, unele dintre ele in mod subiectiv, prin urmare imprevizibil. In aceasta categorie intra, printre altele, deciziile finale de investitii in legatura cu proiectele avute in vedere de companie si deciziile tertilor de a apela la Transgaz pentru tranzitul international al gazelor. A fost cazul Gazprom, care a adus venituri mari companiei, dupa care a iesit complet de pe lista clientilor, iar in viitor poate fi vorba de alte companii care sa foloseasca infrastructura locala pentru tranzit.

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 ipotezele de la care am pornit:

- Fiind vorba de o companie cu venituri reglementate determinate in mare masura de dimensiunea activelor folosite pentru obiectul principal de activitate, am pornit de la investitii pentru a ajunge la rezultatele financiare, si nu invers.
- Cheltuielile cu investitiile sunt estimate la un nivel relativ redus, comparativ cu ultimii ani. Mai exact, pentru primii 4 ani ai estimarii acestea au fost estimate la 400 mil. RON, iar pentru urmatorii 2 ani la 200 mil. RON. Estimarea acopera cel mai important proiect aflat in derulare, coridorul sudic de transport pentru preluarea gazelor de la Marea Neagra, inasa pentru o durata prelungita cu un an, dar si posibilitatea ca alte proiecte mai mici sa fie implementate. Ar putea parea o estimare pesimista dupa trei ani consecutivi cu investitii in zona de 1 mld. RON si chiar peste, inasa trebuie sa avem in vedere faptul ca resursele financiare nu sunt infinite, iar gradul de indatorare este deja destul de mare. Nu trebuie sa uitam nici faptul ca in cei 4 ani dinainte de 2018 media anuala a cheltuielilor de capital ale Transgaz a fost putin sub 200 mil. RON, iar cresterea s-a datorat in mare masura proiectului BRUA, care e finalizat.
- Evolutia bazei de active reglementate in functie de investitii si amortizare, aceasta din urma fiind estimata ca procent din active, intr-o zona apropiata de datele istorice.
- Veniturile din activitatea de transport intern stabile in 2022 si 2023, avand in vedere prorogarea Ordinului ANRE pentru stabilirea tarifelor de transport, iar ulterior legate de baza de active reglementate.
- Venituri din transportul international in scadere in 2022 si 2023, iar ulterior in crestere accelerata, pana in zona in care erau inaintea incetarii contractului cu Gazprom, luand in calcul o crestere a interesului pentru tranzitul gazelor naturale non-rusesti.
- Categoria „alte venituri” in scadere dupa acest an, pe masura ce subventiile care constituie in cea mai mare parte aceasta pozitie vor scadea, in paralel cu investitiile.

- Cheltuielile operationale, exceptand amortizarea, la un nivel relativ stabil raportat la venituri.
- Rezultatul financiar influentat de trei elemente: scaderea veniturilor din dobanzi, cresterea cheltuielilor cu dobanzile si cresterea veniturilor din ajustarea la inflatie a creantei privind acordul de concesiune. Cresterea acestor venituri ar putea duce compania intr-o zona cu P/E foarte mic, fara sa aiba insa influenta asupra fluxurilor de numerar.
- Rata efectiva de impozitare de 17,5%, apropiata de media perioadei 2017-2021.
- Am luat in considerare continuarea activitatii si dupa anul 2032, atunci cand expira actualul Acord de Concesiune, consideram ca aceasta este de departe varianta cu cea mai mare probabilitate. In mod interesant, rezultatul evaluarii nu a fost cu mult diferit fata de ipoteza alternativa, in care in 2032 ar fi predate activele inapoi Statului si incasata creanta prevazuta in legislatie pentru activele neamortizate inca.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
EBIT*(1-T)	144,75	133,42	288,06	316,25	347,34	337,95
+ Amortizare	428,13	421,08	414,60	408,63	403,14	384,49
- Variatie capital de lucru	-57,32	-11,55	153,57	17,63	20,12	-18,77
- Cheltuieli de capital	400,00	400,00	400,00	400,00	200,00	200,00
FCFF	230,20	166,05	149,08	307,25	530,36	541,21
WACC	12,31%					
Factor actualizare	1,0513	1,1808	1,3262	1,4895	1,6729	1,8790
FCFF actualizat	218,96					
Terminal Value						5.984,48
Terminal Value actualizat	3.185,00					
Enterprise Value	4.468,33					
+ Numerar	217,19					
- Datorii	1.772,64					
Equity Value	2.912,88					
Numar actiuni	11.773.844					
Valoare estimata pe actiune	247,4028					

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, la un nivel apropiat de cel din 2020 si 2021, dar mult mai jos decat in anii anteriori, atunci cand numerarul era considerabil mai mare.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	13,31%
➤ Rata fara risc	8,23%
➤ Prima de risc a pietei	8,60%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	16,83%
○ Rata fara risc	8,23%
➤ Beta (2 ani)	0,59
Costul datoriilor	10%
Pondere datorii	30%
Pondere capital propriu	70%
WACC	12,31%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 12,31%, influentat de:

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 13,31%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 8,23%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani
 - Prima de risc a pietei de 8,60%, 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 0,59, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 10%, ceva mai mare decat rata fara risc si in linie cu tendinta actuala de crestere a dobanzilor, ca efect al inflatiei foarte ridicate.
- Pondere de 30% a datoriilor si de 70% a capitalului propriu, apropiata de nivelul din prezent. Istoric, ponderile au fost mai dezechilibrate in favoarea capitalului propriu, insa datoriile companiei au maturitati mari si vor ramane o perioada lunga in bilant, iar politica de dividende generoasa va impiedica o crestere foarte mare a capitalului propriu.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 247,4028 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 3,73% mai mare decat pretul de inchidere din data de 29 iulie. Avand in vedere numarul mic de emitenti comparabili cu care am obtinut valoarea intrinseca prin metoda multiplilor de piata, consideram mai relevanta o ponderare a celor doua metode, cu 75% in cazul DCF si cu 25% in cazul metodei multiplilor. In acest fel obtinem o valoare medie ponderata de 283,9524 lei/actiune, cu 19,06% mai mare decat pretul de piata curent. 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.

Asa cum am precizat mai sus, veniturile au la baza variabile care nu pot fi estimate din afara, si chiar o estimare corecta a lor poate sa nu fie suficienta, decizia finala fiind luata de o institutie a Statului, cu posibilitatea de a trece peste unele dintre aceste variabile. Un exemplu in acest sens este prorogarea Ordinului privind tarifele, in acest fel fiind practic incalcata Metodologia pe care se bazeaza tarifele respective.

Suntem intr-o perioada extrem de volatila, cu criza energetica, razboi si inflatie galopanta, toate trei avand un impact puternic asupra rezultatelor companiei.

La fel ca si tarifele, investitiile nu depind doar de decizii de specialitate, ci si de decizii politice, existand in egala masura posibilitatea de a vedea investitii viabile amanate la infinit, dar si investitii neprofitabile impinse in fata pe criterii care nu tin de eficienta economica

In mod mai putin obisnuit, inflatia ajuta compania prin intermediul veniturilor din ajustarea creantei privind acordul de concesiune. Desi nu presupun o intrare de numerar, ele cresc in mod artificiale profitul si pot avea un impact asupra pretului actiunii.

Departament analiza,

Marius Pandele

*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, tenduri 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 emitentii, 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, 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; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO