



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

UPDATE Raport de analiza Transgaz

Sumar:

- Transgaz este printre putinii emitenti ale caror cotationi au ramas pe loc in ultimele trei luni, piata in ansamblul sau inregistrand scaderi importante. Motivul principal nu tine de evolutia companiei, ci de anuntul privind intentia de a distribui actiuni gratuite.
- Rezultatele financiare din T2 au fost sub asteptari, mai ales pe partea operationala. Situatia a fost salvata partial de profitul financiar mult mai mare, determinat la randul sau de veniturile scriptice din ajustarea cu inflatia a creantei privind Acordul de Concesiune a retelei de transport.
- Ca urmare a scaderii profitului, majoritatea indicatorilor s-au inrautatit si ei. Chiar si asa, indicatorii de rentabilitate si profitabilitate raman peste nivelurile din 2020 si 2021.
- Estimarea valorii companiei prin metoda comparatiei multiplilor de piata a avut un rezultat in scadere fata de materialul din luna august, in principal din cauza scaderii profitului net si EBITDA. Chiar si asa, valoarea ramane peste cea obtinuta prin metoda DCF.
- Avand in vedere numarul mic de emitenti comparabili, am pastrat ponderile de 75% pentru valoarea din metoda DCF si 25% pentru cea obtinuta prin metoda multiplilor de piata.

Valoare intrinseca
 estimata (lei/actiune)

268,1957

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 04.11.2022	230,0000
Capitalizare	2.707.984.120,00
Variatie pret YTD	3,83%
➤ Relativ la BET	+24,53%
Variatie pret 1 luna	0,44%
Variatie pret 12 luni*	-5,57%
➤ Relativ la BET*	+11,72%
Maxim 52 saptamani*	259,0000
Minim 52 saptamani*	180,0000
Valoare medie tranzactii 60 zile	283.502,12 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

In ultimele trei luni, pretul actiunilor Transgaz a avut o evolutie oscilanta, cu crestere, scadere si apoi din nou crestere, ajungand la final in aceeaasi zona din care a pornit la momentul initiierii acoperirii.

Comparativ cu piata in ansamblul sau, inasa, evolutia a fost una foarte buna, pretul actiunii TGN ramanand aproape neschimbat, in timp ce indicele BET-TR, care include si dividendele (pentru care la Transgaz data de inregistrare a fost in iunie), a scazut cu mai mult de 10%, intre 1 august, momentul initiierii acoperirii (<https://www.primet.ro/documente/materiale-analiza/Raport%20initiere%20Transgaz.pdf>) si 4 noiembrie.



Sursa: BVB

Evolutia bursiera are mai putin de a face cu rezultatele financiare si mai mult cu factori non-financiari cum ar fi anuntul privind acordarea de actiuni gratuite si perspectivele pozitive pe care le aduce pentru companie criza energetica actuala. Renuntarea la gazele rusesti ar putea pune Transgaz intr-o pozitie importanta pe harta europeana a transportului de gaze, inasa acest lucru nu se va putea intampla peste noapte, ci doar peste cativa ani, presupunand ca nu vor fi intalnite in cale obstacole precum cele care au dus la abandonarea proiectului Nabucco, iar mai recent la neutilizarea gazoductului BRUA.

Indice	Pondere
BET	2,92%
BET-XT	2,93%
BET-NG	9,21%
BET-BK	4,92%
BET Plus	2,72%
BET-TR	2,92%
BET-XT-TR	2,93%

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	148.017	1,26%
Free float total	4.885.004	41,49%

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

Printre evenimentele mai importante din aceeași perioadă s-au numărat:

Conducerea companiei

Nume	Functie
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

- Pe 25 august a fost inaugurată ultima porțiune a conductei Frasin – Campulung Moldovenesc – Vatra Dornei, cea dintre Pojorata și Vatra Dornei, în urma unei investiții de 17,3 mil. RON fără TVA. Conducta nu face parte din proiectele strategice incluse în Planul de Dezvoltare a Sistemului National de Transport Gaze Naturale (PDSNT), de pe urma ei urmând să beneficieze în principal localitățile de pe traseu.
- Consiliul de Administrație a decis pe 28 septembrie să propună spre aprobarea Adunării Generale Extraordinare a Acționarilor distribuirea de acțiuni gratuite, prin înglobarea în capitalul social a 1,77 mld. RON din rezerve. Ar urma să fie acordate 15 acțiuni gratuite pentru fiecare acțiune deținută în prezent. Acest lucru nu influențează valoarea companiei, însă poate transmite un semnal în legătură cu intențiile de dezvoltare, suma respectivă nemaiputând fi scoasă ulterior din companie sub formă de dividende. Anunțul a fost bine primit de investitori, prețul acțiunilor crescând cu 9,3% pe 29 septembrie față de ședința anterioară.
- Pe 19 octombrie, Romgaz și Socar au semnat un Memorandum de Înțelegere pentru construirea unui terminal de gaze naturale lichefiate la Marea Neagră, pentru importul de gaze din Azerbaidjan. Implementarea unui astfel de proiect ar putea aduce în discuție și Transgaz, însă momentan e prematur să facem estimări. Nu se știe dacă ar urma ca gazele lichefiate să fie regazeificate în acel terminal și apoi transportate prin conducte sau să fie transportate pe cale terestră și apoi regazeificate la destinație. De asemenea, de la Memorandumul de Înțelegere și până la proiectul propriu-zis este un drum lung, existând o probabilitate mare ca nici măcar să nu se ajungă vreodată acolo.
- ANRE a aprobat pe 1 noiembrie Planul de Dezvoltare a Sistemului National de Transport Gaze Naturale (PDSNT) pentru perioada 2022-2031. Printre modificările față de planul anterior, aprobat în 2020 pentru perioada 2020-2029, regăsim:
 - Amanari ale termenelor de execuție: pentru BRUA Faza 2, Coridorul Sudic de transport pentru preluarea gazelor de la Marea Neagră și Faza 1 a proiectului de dezvoltare a infrastructurii din zona de NV a României din 2022 până în 2025, pentru BRUA Faza 3 și Faza 1 a Eastring-România din 2025 în 2027, pentru interconectorul România-Serbia din 2021 în 2028, pentru sistemul de monitorizare, control și achiziție date pentru stațiile de protecție catodică din 2023 în 2027, pentru sistemul SCADA din 2023 în 2025, pentru creșterea capacității de extracție din depozitul Bilciurești din 2025 în 2026, pentru depozitul subteran nou de la Falticeni din 2029 în 2026 (singurul proiect cu deadline-ul scurtat), pentru creșterea capacității depozitului Sarmasel din 2024 în 2026, iar pentru unitatea de stocare Depomures din 2022 în 2026.
 - Modificări ale valorilor estimate: pentru sistemul de monitorizare, control și achiziție date pentru stațiile de protecție catodică de la 8 la 17,7 mil. EUR, , pentru creșterea capacității de extracție din depozitul Bilciurești de la 59 la 123 mil. EUR, pentru creșterea capacității de stocare la depozitul Ghercești de la 122 la 55 mil. EUR (singurul în minus), pentru creșterea capacității depozitului Sarmasel de la 136 la 163,1 mil. EUR, iar pentru unitatea de stocare Depomures de la 30 la 87 mil. EUR.

Planul de investitii include proiecte cu valoare totala de 3,43 mld. EUR, dintre care 554,99 mil. EUR cu decizia finala de investitie, 130,71 mil. EUR pentru proiecte avansate fara decizie finala de investitie si 2,74 mld. EUR pentru proiecte mai putin avansate fara decizie finala de investitie. Anterior, proiectele totalizau 4,12 mld. EUR, dintre care 766,34 mil. EUR cu decizie finala de investitie (fiind inclus aici si BRUA Faza 1), 502,31 mil. EUR in stadiu avansat fara decizie finala de investitie si 2,85 mld. EUR in stadiu mai putin avansat fara decizia finala de investitie.

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T2 2022 si S1 2022

Indicator (RON)	T2 2022	T2 2021	Evolutie T2	S1 2022	S1 2021	Evolutie S1
Venituri transport intern	181.265.770	198.715.600	-8,78%	592.600.537	620.165.962	-4,44%
Venituri transport international	31.160.014	23.570.104	32,20%	42.415.513	33.912.464	25,07%
Alte venituri	34.411.189	22.754.783	51,23%	68.905.130	46.750.641	47,39%
Total transport gaze	246.836.973	245.040.487	0,73%	703.921.180	700.829.067	0,44%
Amortizare	-105.034.755	-79.044.015	32,88%	-209.636.419	-158.022.052	32,66%
Cheltuieli cu personalul	-136.468.647	-133.798.501	2,00%	-234.034.577	-228.914.862	2,24%
Consum tehnologic, materiale si consumabile	-47.447.104	-26.112.067	81,71%	-93.645.012	-63.864.417	46,63%
Cheltuieli cu redevente	-849.703	-889.144	-4,44%	-2.540.064	-2.616.315	-2,91%
Intretinere si transport	-9.190.091	-8.355.248	9,99%	-15.664.500	-14.652.082	6,91%
Impozite si alte sume datorate statului	-21.658.386	-22.995.482	-5,81%	-37.674.989	-39.523.100	-4,68%
Venituri/cheltuieli provizioane	-12.926.708	28.325.258	-145,64%	-17.595.163	26.109.019	-167,39%
Alte cheltuieli de exploatare	-119.850.751	-50.953.399	135,22%	-56.451.679	-88.340.751	-36,10%
Rezultat operational	-206.589.172	-48.772.111	323,58%	36.678.777	131.014.507	-72,00%
Rezultat financiar net	113.150.936	23.650.077	378,44%	193.223.888	40.665.856	375,15%
Profit brut	-93.438.236	-25.122.034	271,94%	229.902.665	171.680.363	33,91%
Impozit pe profit	11.325.794	8.700.507	30,17%	-44.097.366	-30.205.895	45,99%
Profit net	-82.112.442	-16.421.527	400,03%	185.805.299	141.474.468	31,33%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Al doilea trimestru din 2022 nu a mai fost la fel de bun

ca precedentele doua trimestre pentru Transgaz, afectata chiar de unul dintre elementele care i-au adus rezultatele peste asteptari din T1.

La fel ca si in trimestrele anterioare, rezultatul final a fost influentat mai putin de veniturile si cheltuielile din activitatea de baza si mai mult de elementele de context. Veniturile din activitatea de baza, transportul intern de gaze naturale, au scazut cu 8,78%, de la 198,72 mil. RON in T2 2021 la 181,27 mil. RON in T2 2022, in principal ca urmare a scaderii cantitatilor transportate, ceea ce a avut atat un efect direct, asupra componentei volumetrica a veniturilor, cat si indirect, prin intermediul capacitatilor rezervate mai mici. Componenta volumetrica a fost afectata si de scaderea ponderii sale in tariful total de transport de la 20% la 15%, in timp ce componenta de rezervare de capacitate a crescut de la 80% la 85%.

Scaderea veniturilor din transportul intern de gaze a fost compensata de veniturile mai mari din transportul international, in crestere cu 32,2%, sau 7,59 mil. RON, dar mai ales de pozitia „Alte venituri”, care a urcat cu 51,23%, sau 11,66 mil. RON. La randul sau, aceasta crestere a fost determinata in principal de veniturile mai mari din fonduri nerambursabile si bunuri

primite cu titlu gratuit, iar in masura mai mica de veniturile mai mari din taxa de racordare si de cele din vanzarea de materiale reziduale. Per total, veniturile operationale au ramas aproape neschimbate, avand o crestere foarte mica, de 0,73%, de la 245,04 mil. RON la 246,84 mil. RON la nivel trimestrial. In primul trimestru al anului situatia a fost asemanatoare, veniturile totale crescand cu 0,28%, ajutate tot de veniturile din fonduri nerambursabile si de cele din transportul international.

Daca in primele trei luni ale anului cheltuielile au avut per total evolutii bune, chiar cu o surpriza placuta determinata de reversarea ajustarii unei creante fata de ELCEN, incasata pe parcursul trimestrului, de data aceasta lucrurile au mers mai prost. Pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, cea care include ajustarile pentru deprecierea creantelor fata de clientii incerti, a crescut de la o cheltuiala neta de 50,95 mil. RON la una de 119,85 mil. RON, diferenta venind aproape exclusiv de la pierderile mai mari din deprecierea creantelor. Acestea au urcat cu 68,29 mil. RON, de la 24,99 mil. RON in T2 2021 la 93,28 mil. RON in T2 2022, dupa ce in primele trei luni ale anului fusese inregistrata o diferenta pozitiva de 106,89 mil. RON. La aceasta diferenta negativa a contribuit in principal ajustarea creantei fata de Electrocentrale Constanta (cu circa 70 mil. RON in T2) si a celei fata de Black Sea Oil & Gas (cu circa 14 mil. RON).

O alta categorie de cheltuieli cu impact negativ a fost cea cu provizioanele, in acest caz fiind vorba mai degraba de un efect de baza, dupa ce in T2 2021 fusese inregistrat un venit net din reversarea acestor provizioane de 28,33 mil. RON, comparativ cu o cheltuiala neta de 12,93 mil. RON in T2 2022.

Cheltuielile cu amortizarea si deprecierea au ramas pe trendul crescator manifestat si la inceputul anului, determinat de investitiile mari din ultimii ani, urcand cu 32,88%, de la 79,04 mil. RON la 105,03 mil. RON, in timp ce cheltuielile cu consumul tehnologic, materialele si consumabilele au intrat pe traiectoria care ar fi fost de asteptat inca din T1, crescand si ele cu 81,75%, de la 26,11 mil. RON la 47,45 mil. RON. Per total, cheltuielile operationale au crescut cu nu mai putin de 159,6 mil. RON pe parcursul trimestrului, in timp ce veniturile operationale au ramas aproape neschimbate.

In aceste conditii, rezultatul operational, care fusese deja unul slab si in perioada similara a anului trecut, a ajuns de la o pierdere de 48,77 mil. RON in T2 2021 la una de 206,59 mil. RON in T2 2022. Compania a fost salvata partial si de data aceasta de ajustarea cu inflatia a creantei privind acordul de concesiune, care a adus un venit financiar suplimentar de 96,11 mil. RON, crescand de la doar 13,77 mil. RON in T2 2021 la 109,89 mil. RON in T2 2022. Nu a fost, insa, suficient pentru a evita cresterea considerabila a pierderii trimestriale nete, de la 16,42 mil. in T2 2021 la 82,11 mil. RON in T2 2022.

In ciuda rezultatului trimestrial slab, la sase luni profitul se mentine la un nivel rezonabil, 185,81 mil. RON, iar cel TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) este de 231,27 mil. RON. Nu trebuie sa ometem, totusi, faptul ca profitul pe primele sase luni este practic la acelasi nivel cu veniturile inregistrate din ajustarea cu inflatia a creantei privind acordul de concesiune (185,93 mil. RON), niste venituri scriptice, care nu implica nicio intrare de numerar, si care isi au originea intr-o modificare legislativa relativ recenta, din 2019. In lipsa lor, Transgaz ar fi avut o evolutie mai apropiata de cea a Transelectrica, putand fi la limita pierderii anuale sau chiar dincolo de ea.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	6L 2022 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,87	-0,10	1,38	3,45	3,35	3,82
Numerar/Active	22,50%	14,19%	6,09%	4,01%	5,18%	2,88%
Datorii totale/Active	20,17%	25,68%	34,87%	48,12%	50,43%	49,59%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	849,20	749,51	537,00	413,21	482,25	438,91
Lichiditate						

Rata rapida	5,27	2,99	1,65	1,37	1,09	0,63
Rata curenta	5,57	3,59	2,58	1,65	1,42	1,10
Rata numerarului	3,88	1,69	0,66	0,41	0,44	0,23
Efect de levier	0,25	0,35	0,54	0,93	1,04	1,01
Durata incasare creante	80,48	81,47	61,60	52,88	101,92	102,72
Durata mentinere stocuri	37,88	41,22	89,52	56,88	47,85	77,10
Durata plata furnizori	129,68	15,97	46,89	27,26	62,72	105,96
Ciclu conversie numerar (zile)	-11,32	106,72	104,23	82,50	87,04	73,86
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	10,93%	9,48%	6,41%	2,59%	2,27%	2,80%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	15,17%	13,48%	9,11%	4,32%	4,41%	5,52%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,34	0,39	0,46	0,46	0,27	0,23
Rata de rotatie capital propriu	0,47					
Profitabilitate						
Marja operationala	42,96%	33,65%	23,43%	11,25%	14,81%	12,12%
Marja neta	32,09%	24,61%	13,97%	5,65%	8,28%	11,97%
Marja EBITDA	46,82%	37,21%	21,97%	14,12%	23,73%	24,47%
Rata efectiva de impozitare	17,44%	14,96%	17,17%	17,20%	28,02%	27,23%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Majoritatea indicatorilor s-au inrautatat fata de situatia de la 31 martie, motivul principal fiind adancirea pierderii comparativ cu al doilea trimestru al anului 2021.

Raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA a ajuns aproape de 4, la un maxim al perioadei analizate, dupa ce in primul trimestru al anului scazuse sub 3. Datoriile financiare au continuat sa creasca in T3, fiind contractat un nou credit de la Raiffeisen Bank si suplimentata facilitatea de finantare de la Banca Transilvania, ambele pentru acoperirea necesarului de capital de lucru. Este interesant ca in cazul primului credit se specifica in mod explicit faptul ca urmeaza sa fie utilizat pentru activitatea de echilibrare, afectata in aceasta perioada de cresterea considerabila a pretului gazelor naturale.

Ratele de lichiditate au sczut si ele fata de materialul anterior, fiind influentate in acelasi timp de scaderea activelor circulante, in principal din cauza creantelor mai mici, si de cresterea datoriilor curente, cauzata de datoriile mai mari fata de furnizori. Evolutia celor doua a influentat si ciclul de conversie a numerarului, care a sczut de la 96,16 zile la 73,86 zile, ca urmare a duratei mai mari de plata a furnizorilor. Acesta este, de altfel, singurul indicator care s-a imbunatatit fata de materialul din august, insa pe termen scurt e mai greu de tras o concluzie clara, fiind posibil sa fie vorba doar despre o amanare a unor plati sau pur si simplu despre o intamplare.

Ratele de rentabilitate si cele de profitabilitate au sczut, un lucru normal avand in vedere pierderea din T2 2022, insa raman peste nivelul din 2020 si cel din 2021. Marja operationala este singura care este in usoara scadere fata de anul trecut, un lucru explicabil prin impactul mai mare pe care il are in acest an rezultatul financiar, tras in sus de ajustarea cu inflatia a creantei privind acordul de concesiune.

Un alt amanunt interesant este faptul ca, in timp ce marja EBITDA este considerabil mai mare decat cea din 2019, marja operationala este mult mai mica, iar marja neta este foarte apropiata. Diferenta intre marja EBITDA si cea operationala vine de la cresterea cheltuielilor cu amortizarea si deprecierea dupa finalizarea BRUA Faza 1, iar diferenta intre marja operationala si cea neta de la rezultatul financiar mai bun, ca urmare a includerii ajustarii cu inflatia a creantei privind acordul de concesiune.

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)	24,76	3,24	2,82	8,79	3,69		
Amber Grid (Lituania)	10,58	1,19	2,13	6,14	2,81		
Snam (Italia)	10,42	1,88	3,92	11,03	7,37		
Enagas (Spania)	16,83	1,35	3,87	11,10	8,03		
Medie	15,65	1,92	3,19	9,26	5,48		
Transgaz	11,71	0,69	1,98	9,63	3,12		
Diferenta	-25,17%	-63,97%	-37,87%	3,94%	-43,02%		
Pret cu media emitentilor similari	306,6798	637,0058	369,3782	220,7943	402,7667	387,3250	324,9048
Mediana emitenti Regulated Gas	10,42	1,35	2,13	8,37	3,12		
Diferenta	12,36%	-48,97%	-7,16%	15,08%	0,00%		
Pret cu mediana emitentilor din sector	204,2500	449,7356	247,1885	199,4239	229,5000	266,0196	220,0906

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Pentru evaluarea pe baza multiplilor de piata am luat in calcul aceiasi emitenti ca si in materialul de initiere a acoperirii. Este vorba despre doar 4 emitenti, dintre care unul singur, Amber Grid, desfasoara doar activitatea de transport al gazelor naturale, asa cum este cazul la Transgaz. Si de data aceasta, din cauza numarului mic de emitenti comparabili am ponderat cu 25% rezultatul din evaluarea pe baza multiplilor si cu 75% pe cel din evaluarea prin metoda DCF.

Daca in materialul anterior toti multiplii Transgaz erau mai mici decat mediile multiplilor companiilor similare, de data aceasta unul dintre ei, EV/EBITDA, este putin mai mare, ceilalti ramanand in continuare sub medie. Diferentele nu mai sunt, insa, nici in cazul lor la fel de mari ca in trecut, rezultatele slabe din T2 ale Transgaz, combinate cu mentinerea cotatei in aceeasi zona, punand presiune pe multiplii de piata ai transportatorului roman de gaze.

P/E al Transgaz a crescut in ultimele 3 luni de la 9,46 la 11,71, EV/EBITDA de la 7,65 la 9,63, in timp ce P/BV, P/Sales si EV/Sales au ramas in aceeasi zona. Mediile multiplilor pentru cei patru emitenti similari, pe de alta parte, au scazut aproape pe linie, singurul pentru care a avut loc o crestere foarte mica fiind P/BV, de la 1,90 la 1,92.

La fel ca si data trecuta, am calculat un pret mediu ajustat, pentru care am eliminat rezultatul obtinut cu multiplul P/BV, aflat intr-o zona extrema din cauza capitalului propriu supradimensionat in raport cu afacerea.

Rezultatul ajustat este o valoare de 324,9048 RON/actiune, cu 17,45% mai mica decat cea din raportul precedent, dar cu 41,26% mai mare decat pretul de piata al actiunii. Valoarea medie obtinuta cu mediana tuturor emitentilor din sub-sectorul de activitate (Regulated Gas) este, la fel ca si in materialul precedent, mult mai mica, de 220,09 RON/actiune fara a lua in calcul P/BV, sau 266,02 RON/actiune daca luam in calcul si acest multiplu.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Venituri totale	1.362,91	1.305,92	1.927,40	1.997,91	2.096,41	2.021,34
<i>Evolutie</i>	-0,12%	-4,18%	47,59%	3,66%	4,93%	-3,58%
Cheltuieli operationale	1.286,77	1.139,34	1.571,04	1.607,38	1.660,98	1.597,29
<i>Evolutie</i>	4,61%	-11,46%	37,89%	2,31%	3,34%	-3,83%
Profit operational	76,14	166,58	356,36	390,54	435,42	424,05
<i>Evolutie</i>	-43,34%	118,78%	113,93%	9,59%	11,49%	-2,61%
Marja operationala	5,59%	12,76%	18,49%	19,55%	20,77%	20,98%
Rezultat financiar net	326,59	257,81	211,54	112,37	65,83	61,09
<i>Evolutie</i>	211,41%	-21,06%	-17,95%	-46,88%	-41,42%	-7,20%
Profit net	332,25	424,39	567,90	502,91	501,25	485,14
<i>Evolutie</i>	77,73%	27,73%	33,82%	-11,44%	-0,33%	-3,22%
Marja neta	24,38%	32,50%	29,46%	25,17%	23,91%	24,00%

Sursa: estimari Prime Transaction

Estimarea fluxurilor de numerar viitoare pentru Transgaz a

fost realizata in acelasi mod ca si in materialul de initiere a acoperirii, cu estimari propriu-zise pana in 2027 si o crestere in perpetuitate dupa acel moment. Pentru acest emitent exista si o varianta alternativa, in care activitatea s-ar incheia in anul 2032, la finalul Acordului de Concesiune cu Statul, urmand sa fie predate activele si incasata creanta aferenta, estimata in prezent la circa 2 mld. RON. Este, insa, o varianta putin probabila, pe care momentan nu o luam in considerare.

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

Mai jos sunt principalele diferente fata de estimarea din august:

- O scadere mai mica a veniturilor din transportul international, cu doar 20% in acest an, comparativ cu -50% in estimarea initiala. Modificarea vine ca urmare a veniturilor mai mari decat asteptarile din T2 pe acest segment de activitate. In continuare estimam o revenire a veniturilor din transportul international de-abia din 2024, insa acest lucru depinde foarte mult de momentul in care vor fi concretizate proiectele de transport din zona Caspica spre Europa. Desigur, daca vor fi concretizate.
- Profit operational in scadere cu 43,34% in acest an comparativ cu 2021, fata de o crestere de 30,55% estimata anterior. Scaderea considerabila a estimarii vine ca urmare a rezultatului operational foarte slab din al doilea trimestru al anului. Ulterior ne asteptam ca profitul sa revina in zona estimarilor initiale.
- Rezultat financiar cu 12,3% mai mare decat cel din estimarea anterioara, ca urmare a cresterii ratei inflatiei.
- Profit net cu 13,6% mai mic, insa in crestere mai mare in anii urmatori, ca urmare a reevaluarii estimarilor privind rezultatul financiar.
- Capital de lucru la finalul acestui an in scadere mare fata de estimarea anterioara, cu circa 200 mil. RON, in linie cu evolutia rezultatelor financiare, la randul sau una destul de abrupta. Aici trebuie sa atragem atentia ca marja de eroare este mai mare, fiind posibil ca variatia semnificativa inregistrata intre 31 martie si 30 iunie sa fie rezultatul unei situatii de moment, iar pana la finalul anului valoarea indicatorului sa revina aproape de cea estimata initial.

In afara de acestea, raman valabile celelalte ipoteze de la care am pornit in august:

- 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, dar si posibilitatea ca alte proiecte mai mici sa fie implementate. Avand in vedere multiplele amanari din PDSNT recent aprobat de ANRE, e posibil sa avem o estimare optimista a investitiilor pentru viitorul apropiat.
- 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 (mai mica decat estimam initial, inasa), 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.
- Rata efectiva de impozitare de 17,5%, apropiata de media perioadei 2017-2021.
- Continuarea activitatii si dupa anul 2032, atunci cand expira actualul Acord de Concesiune, aceasta fiind de departe varianta cu cea mai mare probabilitate.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT*(1-T)	62,82	137,43	294,00	322,19	359,23	349,84
+ Amortizare	428,13	421,08	414,60	408,63	403,14	384,49
- Variatie capital de lucru	-256,35	190,19	155,37	17,63	24,62	-18,77
- Cheltuieli de capital	400,00	400,00	400,00	400,00	200,00	200,00
FCFF	347,30	-31,68	153,23	313,19	537,74	553,09
WACC	12,14%					
Factor actualizare	1,0101	1,1327	1,2702	1,4243	1,5971	1,7910
FCFF actualizat	171,91					
Terminal Value						6.236,03
Terminal Value actualizat	3.481,96					
Enterprise Value	4.611,96					
+ Numerar	226,68					
- Datorii	1.903,51					
Equity Value	2.935,13					
Numar actiuni	11.773.844					
Valoare estimata pe actiune	249,2927					

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, in scadere in 2022, apoi in crestere treptata in anii urmatatori.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 12,14%, influentat de:

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	12,62%
➤ Rata fara risc	9,13%
➤ Prima de risc a pietei	6,24%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	15,37%
○ Rata fara risc	9,13%
➤ Beta (2 ani)	0,56
Costul datoriilor	11%
Pondere datorii	30%
Pondere capital propriu	70%
WACC	12,14%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 12,62%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 9,13%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani
 - Prima de risc a pietei de 6,24%, 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 0,56, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 11%, in crestere cu 10% fata de estimarea anterioara, o diferenta asemanatoare cu cresterea inregistrata si la dobanzile titlurilor de stat in aceasta perioada.
- Pondere de 30% a datoriilor si de 70% a capitalului propriu, apropiata de nivelul din prezent.

Se observa ca, desi dobanzile au crescut, prima de risc a pietei s-a redus destul de mult, facand ca WACC nu doar sa ramana in aceeasi zona, ci chiar sa scada usor, mai ales in conditiile in care structura de finantare este una orientata preponderent spre capitalul propriu.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 249,2927 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 8,39% mai mare decat pretul de inchidere din data de 4 noiembrie si cu 0,76% mai mare decat cea din materialul din august. Cresterea usoara fata de evaluarea anterioara vine in principal de la costul mai mic al capitalului, in conditiile in care rezultatele financiare publicate intre timp au fost unele sub asteptari.

La fel ca si data trecuta, am ponderat cu 75% valoarea obtinuta prin metoda DCF si cu 25% pe cea obtinuta prin comparatia multiplilor de piata. Valoarea medie ponderata obtinuta in acest fel este de 268,1957 lei/actiune, cu 16,61% mai mare decat pretul de piata al actiunii TGN, dar cu 5,55% mai mic decat cel din materialul precedent.

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

Departament analiza,

Marius Pandele

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

Raportul săptămânal

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

Editoriale

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

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

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



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

WWW.PRIMET.RO

Política SSIF Prime Transaction SA privind recomandările pentru investiții în 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