



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

UPDATE Raport de analiza Transgaz

Sumar:

- Cresterea componentei volumetrica a tarifului de transport a generat o evolutie pozitiva a cotatei bursiere la jumatatea anului, ulterior aceasta stabilizandu-se in asteptarea rezultatelor din ultimul trimestru al anului.
- Printre evenimentele importante ale ultimelor luni s-au numarat semnarea ordinului de incepere a lucrarilor pentru gazoductul Tuzla-Podisor si preluarea de catre subsidiara Vestmoldtransgaz a operarii sistemului de transport gaze din Republica Moldova.
- Rezultatele financiare publicate pentru T2 si T3 au fost unele slabe, insa acest lucru era previzibil. Cresterea tarifelor pentru T4 va aduce in mod normal o crestere a profitului comparativ cu cel TTM la noua luni.
- Valoarea estimata este mai mare decat cea din materialul anterior, diferenta venind exclusiv de la evaluarea prin metoda fluxurilor de numerar actualizate (DCF). La randul sau, valoarea rezultata prin aceasta metoda a fost influentata pozitiv de estimarile mai bune pentru rezultatul operational, chiar daca pentru rezultatul financiar nu mai avem asteptari la fel de mari ca in trecut.

Valoare intrinseca
 estimata (lei/actiune)

19,8054

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

| Indicator | Valoare |
|-------------------------------------|------------------|
| Pret inchidere 26.01.2024 | 19,1600 |
| Capitalizare | 3.906.389.616,64 |
| Variatie pret YTD | 1,59% |
| ➤ Relativ la BET | +3,24% |
| Variatie pret 1 luna | 2,46% |
| Variatie pret 12 luni* | 9,83% |
| ➤ Relativ la BET* | -11,21% |
| Maxim 52 saptamani* | 23,5000 |
| Minim 52 saptamani* | 15,4000 |
| Valoare medie tranzactii 60 zile | 581.581,10 RON |

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVV

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.

Evolutii semnificative de la ultimul raport

Intamplarea face ca pretul de inchidere din 2 iunie 2023, la care se tranzactiona actiunea Transgaz atunci cand am publicat cel mai recent update, sa fi reprezentat chiar un minim local, ulterior acesta crescand cu aproape 25% dupa anuntarea noilor tarife pentru anul gazier 2023-2024. In ultimele 4 luni cotatia TGN s-a stabilizat intr-un interval destul de ingust, investitorii fiind cel mai probabil in asteptarea rezultatelor preliminare pentru T4 2023, care vor arata cat de mare a fost efectul cresterii tarifulor de transport incepand cu 1 octombrie.

Published on TradingView.com, January 27, 2024 11:31:43 EET
BVB:TGN, D O:19,1600 H:19,1800 L:19,1000 C:19,1600



Sursa: BVB

Rezultatele semestriale si cele pentru al treilea trimestru al anului, publicate in intervalul care a trecut de la update-ul din iunie, au fost unele slabe, fara sa fie inasa neasteptate. Inca de la momentul respectiv ne asteptam la o inrautatare considerabila a rezultatelor financiare ale anului 2023 comparativ cu cele din anul anterior, iar profitul net TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) la noua luni este foarte apropiat de cel pe care il estimam pentru finalul anului, chiar cu 5,6 mil. RON mai sus.

In materialul curent am revizuit in sus profitul estimat pentru intregul an 2023, in lumina noilor tarife, asa ca per total putem spune ca rezultatele financiare pentru T2 si T3 au fost usor peste asteptarile anterioare, dand posibilitatea unei reveniri spre finalul anului.

| Indice | Pondere |
|-----------|---------|
| BET | 2,88% |
| BET-BK | 4,55% |
| BET-NG | 5,40% |
| BET-XT | 2,91% |
| BET Plus | 2,70% |
| ROTX | 2,26% |
| BET-TR | 2,87% |
| BET-XT-TR | 2,90% |

| 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 | 188.381.504 |
| Valoare nominala | 10,00 RON |
| CAEN principal | 4950 |

| Actionar | Numar actiuni | Procent |
|-------------------------------------|--------------------|---------------|
| Actionar majoritar | 110.221.440 | 58,51% |
| Statul Roman prin SGG | 110.221.440 | 58,51% |
| Institutionali, dintre care: | 43.278.874 | 22,97% |
| NN Pensii Pilon 2 | 12.393.136 | 6,58% |
| Allianz Pensii Pilon 2 | 8.870.560 | 4,71% |
| Metropolitan Life Pensii Pilon 2 | 5.400.344 | 2,87% |
| Infinity Capital Investments | 3.892.976 | 2,07% |
| Aegon Pensii Pilon 2 | 3.713.216 | 1,97% |
| Generali Pensii Pilon 2 | 3.331.744 | 1,77% |
| BCR Pensii Pilon 2 | 2.368.272 | 1,26% |
| BRD Pensii Pilon 2 | 1.838.432 | 0,98% |
| Free float total | 78.160.064 | 41,49% |

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

Printre evenimentele mai importante din perioada analizata s-au numarat:

- Pe 30 mai 2023 au fost aprobate de catre ANRE tarifele pentru perioada 1 octombrie 2023 – 30 septembrie 2024. Tariful volumetric a crescut cu 46,85%, de la 1,11 lei/MWh transportat la 1,63 lei/MWh.

Pare o crestere spectaculoasa, insa trebuie sa

tinem cont de faptul ca partea volumetrica a ajuns sa ocupe o pondere destul de mica in tariful total. Tarifele pentru rezervare de capacitate au suferit modificari in ceea ce priveste structura pe perioade, cu cresteri pentru tarifele din perioadele octombrie-decembrie si iulie-septembrie si cu scaderi pentru cele din perioadele ianuarie-martie si aprilie-iunie. Media tarifelor de rezervare pe toate cele 4 trimestre a ramas aceeaasi, 1,3 lei/MWh/h.

- La inceputul lui iunie agentia de rating Fitch a confirmat ratingul BBB- cu perspectiva stabila pentru Transgaz, un lucru important in conditiile in care compania si-a crescut in mod semnificativ gradul de indatorare si ar putea sa mai aiba nevoie si in viitorul apropiat de finantare pentru proiectele de investitii.
- Cele doua locuri din Consiliul de administratie pentru care nu exista un mandat pe 4 ani au ramas in aceeaasi situatie, fiind numiti administratori provizorii la AGA din 14 iunie si 11 octombrie, in primul caz pentru 4 luni, iar in al doilea pentru 5 luni.
- Pe 16 iunie a fost semnat ordinul de incepere a lucrarilor pentru gazoductul Tuzla-Podisor, prin care ar urma sa fie transportate gazele din platoul continental al Marii Negre (perimetrul Neptun Deep) pana la conducta BRUA. Proiectul urmeaza sa aiba 308 km si sa coste circa 500 mil. EUR, fiind construit de o societate din Turcia. Din aceasta suma, 85,54 mil. EUR vor fi primiti din Fondul pentru Modernizare finantat de Comisia Europeana si BEI si coordonat de Ministerul Energiei.
- Pe 10 august compania a depus aplicatii prin care se solicita finantarea din Fondul pentru Modernizare pentru 7 proiecte, valoarea totala solicitata fiind de 554,3 mil. EUR.
- Incepand din 19 septembrie 2023, subsidiara Transgaz din Republica Moldova, Vestmoldtransgaz SRL, a preluat activitatea de transport al gazelor naturale din aceasta tara, dupa ce operatorul anterior, Moldovatransgaz SRL, nu si-a indeplinit obligatiile de a separa activitatea de transport de cea de furnizare a gazelor naturale, impusa de autoritati in anul 2020. Licenta de transport a Vestmoldtransgaz are o durata de 5 ani.

Consiliul de administratie

| Nume | Functie |
|-------------------------|--|
| Ion Sterian | Administrator executiv – Director general |
| Petru Ion Vaduva | Administrator neexecutiv – Presedinte CA |
| Nicolae Minea | Administrator neexecutiv independent |
| Adina Lacramioara Hanza | Administrator neexecutiv independent, provizoriu |
| Ilinca von Derenthall | Administrator neexecutiv independent, provizoriu |

Sursa: Transgaz

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T3 2023

| Indicator (RON) | T3 2023 | T3 2022 | Evolutie T3 | 9L 2023 | 9L 2022 | Evolutie 9L |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Venituri transport intern | 271.218.501 | 363.079.146 | -25,30% | 905.931.258 | 955.679.683 | -5,21% |
| Venituri transport international | 29.867.576 | 8.268.584 | 261,22% | 88.739.207 | 50.684.097 | 75,08% |

| | | | | | | |
|---|--------------------|--------------------|-----------------|----------------------|----------------------|-----------------|
| Alte venituri | 36.706.731 | 33.448.816 | 9,74% | 104.213.305 | 102.349.581 | 1,82% |
| Total transport gaze | 337.792.808 | 404.796.546 | -16,55% | 1.098.883.770 | 1.108.713.361 | -0,89% |
| Amortizare | -122.572.362 | -110.298.989 | 11,13% | -355.385.952 | -324.468.728 | 9,53% |
| Cheltuieli cu personalul | -143.374.772 | -129.280.547 | 10,90% | -421.444.220 | -365.144.113 | 15,42% |
| Consum tehnologic, materiale si consumabile | -38.620.719 | -42.545.400 | -9,22% | -114.209.125 | -136.190.412 | -16,14% |
| Cheltuieli cu redevente | -1.141.940 | -1.485.391 | -23,12% | -3.902.107 | -4.025.455 | -3,06% |
| Intretinere si transport | -13.000.330 | -10.524.754 | 23,52% | -28.799.271 | -26.338.005 | 9,34% |
| Impozite si alte sume datorate statului | -29.387.960 | -26.729.520 | 9,95% | -66.849.236 | -64.404.509 | 3,80% |
| Venituri/cheltuieli provizioane | -5.837.650 | 24.588.972 | -123,74% | 15.486.507 | 6.989.019 | 121,58% |
| Alte cheltuieli de exploatare | -53.239.187 | -40.566.309 | 31,24% | -160.295.943 | -97.776.645 | 63,94% |
| Rezultat operational | -69.382.112 | 67.954.608 | -202,10% | -36.515.577 | 97.354.513 | -137,51% |
| Rezultat financiar net | 30.026.102 | 35.092.690 | -14,44% | 90.870.232 | 227.464.519 | -60,05% |
| Profit brut | -39.356.010 | 103.047.298 | -138,19% | 54.354.655 | 324.819.032 | -83,27% |
| Impozit pe profit | 7.190.525 | -14.164.948 | -150,76% | -15.701.740 | -58.658.611 | -73,23% |
| Profit net | -32.165.485 | 88.882.350 | -136,19% | 38.652.915 | 266.160.421 | -85,48% |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Transgaz a avut al doilea trimestru consecutiv pe pierdere neta, de data aceasta rezultatul fiind raportat la un profit destul de mare in perioada similara a anului anterior.

Cel mai mare impact negativ asupra rezultatelor trimestriale a venit chiar de la veniturile din activitatea principala, transportul intern de gaze naturale, acestea scazand cu 25,30%, de la 363,08 mil. RON in T3 2022 pana la 271,22 mil. RON in T3 2023. Scaderea a venit in principal de la veniturile mult mai mici din prima de licitatie, la noua luni acestea fiind cu 65,14 mil. RON mai mici decat in perioada similara a anului trecut, dupa ce la sase luni erau cu 47,46 mil. RON mai mari decat in S1 2022. Tariful mediu pentru de rezervarea de capacitate, care este influentat de factori dincolo de controlul companiei, a fost la randul sau mai mic, in timp ce capacitatea totala rezervata a avut o influenta pozitiva, insa nu suficient de mare pentru a schimba directia veniturilor din transportul intern de gaze.

Transportul international a compensat in mica masura scaderea veniturilor din transportul intern, veniturile din aceasta linie de business secundara avand o crestere de 21,6 mil. RON, de la 8,27 mil. RON la 29,87 mil. RON. In raportarile financiare nu exista informatii detaliate in legatura cu aceste venituri, fiind precizat faptul ca pe segmentul de transport international exista mai multi clienti, insa nu si cine sunt aceia si cu ce ponderi, dupa renuntarea la contractul cu Gazprom. O parte a veniturilor sunt, cel mai probabil, inregistrate in continuare chiar de la producatorul de gaze din Rusia, insa pentru ca acesta nu a mai platit din octombrie 2022 facturile emise de Transgaz in baza acordului de incetare a acordului istoric de transport, ulterior sunt inregistrate provizioane.

Cheltuielile nu au tinut cont de veniturile mai mici, crescand per total cu circa 70 mil. RON. Cele mai mari cresteri valorice au fost cele ale cheltuielilor nete cu provizioanele, cu 30,43 mil. RON, de la un venit net de 24,59 mil. RON la o cheltuiala neta de 5,84 mil. RON, cheltuielilor cu personalul, cu 14,09 mil. RON (+10,9%), cheltuielilor cu amortizarea, cu 12,27 mil. RON (+11,13%) si pozitiei „Alte cheltuieli de exploatare”, cu 12,67 mil. RON (+31,24%). In cazul ultimei categorii de cheltuieli, cresterea a venit in principal de la pierderile mai mari din deprecierea creantelor, cauzate in principal de ajustarea creantelor comerciale fata de Gazprom, compensata partial de incasarea unor creante provizionate anterior fata de Electrocentrale Constanta. Singura categorie de cheltuieli care a inregistrat o scadere demna de mentionat a fost cea cu consumul propriu tehnologic, cu un minus de 3,92 mil. RON, in principal ca urmare a scaderii pretului gazelor naturale.

Rezultatul operational a trecut de la un profit de 67,95 mil. RON in T3 2022 la o pierdere de 69,38 mil. RON in T3 2023, majoritatea elementelor care il influenteaza avand evolutii negative. Nici rezultatul financiar nu a mai avut de data aceasta un impact pozitiv, scazand de la un profit de 35,09 mil. RON la unul de 30,06 mil. RON (-14,44%), influentat in principal de veniturile mai mici din diferente de curs valutar (-8,58 mil. RON) si de cele din ajustarea creantei privind acordul de concesiune (-4,33 mil. RON), care a avut o influenta considerabila in rezultatele de anul trecut, ca urmare a inflatiei ridicate.

Rezultatul net a trecut la randul sau de la un profit de 88,88 mil. RON in T3 2022 la o pierdere de 32,16 mil. RON in T3 2023, ducand profitul net pe primele noua luni ale anului la 38,65 mil. RON si pe cel TTM la 119,56 mil. RON. Desi acest rezultat a fost efectul unui cumul de factori, cel mai important dintre ei vine din activitatea de baza a companiei, chiar daca nu este neaparat sub controlul sau. In T4 2022 a fost inregistrat un rezultat destul de bun, un profit net de 80,91 mil. RON, insa primul si ultimul trimestru sunt in mod traditional cele mai bune pentru companie, deoarece coincid cu perioada de iarna. Avand in vedere ca iarna pare sa fi venit mai devreme in acest an decat in 2022, iar acest lucru ar putea da peste cap si estimarile unora dintre clienti privind capacitatea de transport necesare, e posibil ca in ultimele trei luni ale anului sa vedem chiar o imbunatatire a rezultatelor fata de perioada similara a anului trecut.

Indicatori importanti

| Indicator (RON) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 9L 2023 TTM |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| Risc financiar | | | | | | |
| Datorii financiare nete/EBITDA | -0,64 | 0,58 | 3,45 | 3,36 | 3,05 | 3,86 |
| Numerar/Active | 14,25% | 6,09% | 4,01% | 5,18% | 5,07% | 7,87% |
| Datorii totale/Active | 25,71% | 34,87% | 48,12% | 50,43% | 49,85% | 51,78% |
| Rezultate financiare | | | | | | |
| EBITDA (mil. RON) | 746 | 537 | 413 | 480 | 582 | 479 |
| Lichiditate | | | | | | |
| Rata rapida | 2,99 | 1,65 | 1,37 | 1,09 | 0,79 | 0,76 |
| Rata curenta | 3,60 | 2,58 | 1,65 | 1,42 | 1,43 | 1,26 |
| Rata numerarului | 1,70 | 0,66 | 0,41 | 0,44 | 0,43 | 0,58 |
| Efect de levier | 0,35 | 0,54 | 0,93 | 1,02 | 0,99 | 1,07 |
| Capital de lucru/Vanzari | 0,68 | 0,53 | 0,34 | 0,29 | 0,26 | 0,19 |
| Rentabilitate | | | | | | |
| Rentabilitatea activelor (ROA) | 9,82% | 5,89% | 2,29% | 2,21% | 4,20% | 1,42% |
| Rentabilitatea capitalului propriu (ROE) | 13,22% | 9,04% | 4,41% | 4,46% | 8,38% | 2,93% |
| Eficienta operationala | | | | | | |
| Rata de rotatie a activelor | 0,32 | 0,27 | 0,19 | 0,17 | 0,19 | 0,19 |
| Rata de rotatie capital propriu | 0,43 | 0,42 | 0,36 | 0,34 | 0,38 | 0,39 |
| Profitabilitate | | | | | | |
| Marja bruta | 64,48% | 62,41% | 56,67% | 63,26% | 62,35% | 60,68% |
| Marja EBITDA | 46,39% | 34,08% | 30,88% | 35,20% | 36,83% | 30,51% |
| Marja operationala | 34,58% | 21,66% | 12,29% | 8,84% | 9,26% | 0,79% |
| Marja neta | 30,50% | 21,66% | 12,35% | 12,95% | 21,98% | 7,62% |
| Rata efectiva de impozitare | 15,12% | 17,17% | 17,20% | 23,21% | 17,28% | 19,82% |

Sursa: calcule Prime Transaction

La fel ca si la alti emitenti, am ales sa schimbam

sursa indicatorilor, ei fiind acum calculati in baza rezultatelor financiare, dupa ce anterior erau preluati ca atare de la un tert.

De aceea este posibil ca in unele cazuri sa existe diferente fata de valorile anterioare ale indicatorilor. In cazul indicatorilor care folosesc indicatorul „cost of goods sold” am folosit si de aceasta data o estimare proprie, in conditiile in care acest indicator nu apare in rezultatele financiare.

Risc financiar

Gradul de indatorare a ramas in aceeasi zona ca si la data realizarii update-ului anterior, cu cresteri usoare stat pentru raportul intre datoriile totale si active, cat si pentru cel dintre datoriile financiare nete si EBITDA. Cel din urma este aproape de pragul de 4, iar in viitor ar putea creste pe masura ce vor fi acoperite nevoile de finantare generate de gazoductul care urmeaza sa lege perimetrul Neptun Deep de conducta BRUA. Ramane de vazut daca EBITDA va putea tine pasul cu aceasta crestere sau nu.

Lichiditate

Atat rata curenta de lichiditate, cat si cea rapida au scazut comparativ cu situatie de la 31 martie 2023, insa ambele raman intr-o zona in care nu pun probleme, mai ales in conditiile in care compania nu desfasoara un business care sa presupuna mentinerea unor rezerve mari de lichiditati pentru a acoperi necesitatile pe termen scurt.

Rentabilitate si profitabilitate

Asa cum era de asteptat, rezultatele slabe din T2 si T3 2023 au avut ca rezultat scaderea indicatorilor de rentabilitate si profitabilitate atat fata de anul anterior, cat si fata de situatia de la finalul primului trimestru al anului trecut. Ne asteptam ca in ultimul trimestru al anului ei sa aiba o revenire, insa nu atat de mare incat sa ajunga la un nivel comparabil cu cel din anul 2022.

Analiza DuPont

Mai jos am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia. ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare. Precizam ca nu am luat in calcul veniturile si cheltuielile cu echilibrarea si nici pe cele din constructii conform cu IFRIC12, in ambele cazuri veniturile fiind egale cu cheltuielile.

| Indicator (RON) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 9L 2023 TTM |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marja neta | 30,50% | 21,66% | 12,35% | 12,95% | 21,98% | 7,62% |
| Rata rotatie active | 0,32 | 0,27 | 0,19 | 0,17 | 0,19 | 0,19 |
| Multiplicator capital propriu | 1,35 | 1,54 | 1,93 | 2,02 | 1,99 | 2,07 |
| ROE | 13,22% | 9,04% | 4,41% | 4,46% | 8,38% | 2,93% |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

ROE nu a fost niciodata mare, fiind tras in jos de necesitatile mari de capital propriu si de rata mica de rotatie a activelor chiar si atunci cand marja de profit a fost una ridicata. Dupa

ultimele raportari financiare a ajuns, inasa, la un minim al ultimilor ani, ceva mai jos de 3%, marja neta fiind la randul sau mult sub nivelul din alte perioade. Cresterea multiplicatorului capitalului propriu da sperante pentru viitor, o revenire a marjei nete putand avea ca efect cresterea mai consistenta a ROE comparativ cu anii anteriori. In tabel putem observa un lucru interesant, si anume scaderea ratei de rotatie a activelor de la 0,32 pana la doar 0,19, cresterea bazei de active in urma investitiilor din ultimii ani (mai ales in constructia BRUA) nefiind urmata de o crestere corespunzatoare a veniturilor.

| Tip cheltuiala (RON) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 9L 2023 TTM |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Cheltuieli cu personalul | 23,83% | 26,39% | 32,48% | 34,27% | 31,35% | 35,14% |
| Amortizare | 11,81% | 12,42% | 18,59% | 26,36% | 27,57% | 29,71% |
| Alte cheltuieli de exploatare | 7,01% | 11,51% | 11,84% | 13,71% | 11,04% | 15,09% |
| Consum gaze SNT, materiale si consumabile | 6,02% | 6,30% | 8,64% | 8,27% | 11,41% | 10,09% |
| Impozite si alte sume datorate statului | 4,75% | 7,06% | 5,37% | 6,32% | 5,49% | 5,69% |
| Intretinere si transport | 2,23% | 1,90% | 2,27% | 2,41% | 2,36% | 2,53% |
| Impozit pe profit | 5,43% | 4,49% | 2,57% | 3,92% | 4,59% | 1,88% |
| Venituri/cheltuieli cu provizioane pentru riscuri si cheltuieli | 0,37% | 3,16% | 0,46% | -0,53% | 1,15% | 0,61% |
| Cheltuieli cu redeventele | 9,39% | 9,61% | 8,05% | 0,36% | 0,36% | 0,36% |
| Rezultat financiar net | -1,35% | -4,50% | -2,62% | -8,03% | -17,30% | -8,71% |
| Total cheltuieli | 69,50% | 78,34% | 87,65% | 87,05% | 78,02% | 92,38% |
| Marja neta | 30,50% | 21,66% | 12,35% | 12,95% | 21,98% | 7,62% |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In cazul marjei nete observam o concentrare semnificativa

a categoriilor de cheltuieli cu ponderi mari in veniturile operationale, primele 4 avand o pondere cumulata de 90,02% din venituri in ultimele 12 luni pentru care avem raportari (trebuie avut in vedere faptul ca rezultatul financiar este de regula un venit net, ceea ce distorsioneaza un pic calculele).

Toate cele 4 categorii de cheltuieli care domina tabelul au avut cresteri ale ponderilor intre 2018 si momentul actual, inasa nu pentru ca alte cheltuieli ar fi avut in acelasi timp scaderi, ci pentru ca marja neta s-a atrofieat considerabil. Cu alte cuvinte, cheltuielile au crescut in timp ce veniturile au batut pasul pe loc. Un motiv important pentru aceasta situatie este investitia in proiectul BRUA, care a adaugat cheltuieli mari cu amortizarea in fiecare an, cel mai probabil si cheltuieli in plus cu personalul, fara sa genereze deocamdata vreo activitate. Un alt motiv este scaderea considerabila a veniturilor din transportul international, care nu au fost inlocuite cu alte venituri din intensificarea activitatii pe plan intern.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

| Emitent | P/E | P/BV | P/Sales | EV/EBITDA | EV/Sales | Medie |
|-----------------------|-------|------|---------|-----------|----------|-------|
| Fluxys (Belgia) | 20,40 | 2,76 | 1,34 | 5,48 | 1,53 | |
| Amber Grid (Lituania) | 21,10 | | 3,89 | | | |
| Snam (Italia) | 14,44 | 1,28 | 4,46 | 13,33 | 8,38 | |
| Enagas (Spania) | 10,28 | 1,13 | 2,30 | 11,63 | 3,32 | |

| | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Medie | 16,56 | 1,72 | 3,00 | 10,15 | 4,41 | |
| Transgaz | 29,95 | 0,91 | 2,30 | 11,40 | 3,48 | |
| Diferenta | 80,91% | -47,37% | -23,28% | 12,38% | -21,12% | |
| Valoare cu media emitentilor similari | 10,5910 | 36,4031 | 24,9729 | 17,0488 | 24,2901 | 22,6612 |
| Mediana emitenti Regulated Gas | 11,30 | 1,64 | 1,69 | 10,45 | 1,35 | |
| Diferenta | 165,04% | -44,69% | 36,08% | 9,12% | 157,67% | |
| Valoare cu mediana emitentilor din sector | 7,2291 | 34,6428 | 14,0798 | 17,5585 | 7,4357 | 16,1892 |

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Pentru evaluarea pe baza multiplilor de piata am luat in calcul aceiasi emitenti ca si in materialele anterioare. Este vorba despre doar 4 emitenti, dintre care unul singur, Amber Grid, desfasoara doar activitatea de transport al gazelor naturale, asa cum este cazul la Transgaz. Din acest motiv, in calculul valorii finale, rezultatul din evaluarea pe baza multiplilor este ponderat cu 25%, iar cel din evaluarea prin metoda DCF cu 75%. Diferenta fata de materialul anterior este ca am inclus in calcul toti cei 5 multipli, valoarea mai mare rezultata din multiplul P/BV fiind compensata de cea din comparatia P/E.

De data aceasta avem o situatie foarte interesanta: in timp ce toate mediile multiplilor pentru emitentii similari au scazut fata de materialul din iunie 2023, toti multiplii Transgaz au crescut. Asa se face ca valoarea medie rezultata din comparatia celor cinci multipli a scazut cu 6,58%, pana la 22,6612 lei/actiune. Valoarea rezultata din comparatia cu medianele multiplilor din sectorul Regulated Gas ramane mult mai mica decat pentru emitentii comparabili, insa ea include si companii cu modele de business mult diferite.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

| Indicator (mil. RON) | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Venituri totale | 1.725,68 | 2.053,94 | 2.480,95 | 2.611,40 | 2.696,04 | 2.569,28 |
| <i>Evolutie</i> | 9,27% | 19,02% | 20,79% | 5,26% | 3,24% | -4,70% |
| Cheltuieli operationale | 1.605,92 | 1.882,07 | 1.975,38 | 1.947,13 | 1.994,70 | 1.893,87 |
| <i>Evolutie</i> | 12,07% | 17,20% | 4,96% | -1,43% | 2,44% | -5,05% |
| Profit operational | 119,76 | 171,87 | 505,57 | 664,27 | 701,34 | 675,41 |
| <i>Evolutie</i> | -18,15% | 43,51% | 194,16% | 31,39% | 5,58% | -3,70% |
| Marja operationala | 6,94% | 8,37% | 20,38% | 25,44% | 26,01% | 26,29% |
| Rezultat financiar net | 84,15 | 60,53 | 37,16 | 38,20 | -21,72 | -35,18 |
| <i>Evolutie</i> | -69,21% | -28,06% | -38,61% | 2,80% | -156,84% | 61,98% |
| Profit net | 148,85 | 191,73 | 447,75 | 579,54 | 560,69 | 528,19 |
| <i>Evolutie</i> | -60,21% | 28,81% | 133,53% | 29,43% | -3,25% | -5,80% |
| Marja neta | 8,63% | 9,33% | 18,05% | 22,19% | 20,80% | 20,56% |

Sursa: estimari Prime Transaction

Consideram, la fel ca si pana acum, ca ipoteza continuarii activitatii dupa anul 2032, atunci cand se incheie Acordul de Concesiune, are o probabilitate mult mai mare decat alternativa, care ar presupune incasarea la momentul respectiv a creantei in legatura cu acest acord si gasirea unui nou operator al sistemului de transport.

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 iunie 2023:

- Rezultate mai bune in 2023 decat cele estimate anterior, ca urmare a cresterii tarifului volumetric si a celui pentru rezervarea de capacitate pentru perioada octombrie-decembrie.
- Estimare in scadere pentru veniturile financiare din ajustarea cu inflatia a creantei privind Acordul de Concesiune atat pentru acest an, cat si pentru urmatorii, in conditiile scaderii ratei inflatiei pe parcursul acestui an.
- Rezultat operational ceva mai slab in acest an, insa in crestere in anii urmatori, ca urmare a reducerii ponderii cheltuielilor operationale, altele decat cele cu amortizarea.
- Cheltuieli putin mai mari cu amortizarea pentru anii urmatori comparativ cu cele estimate anterior.
- Rata efectiva de impozitare pentru 2023 mai mare decat in mod normal.

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

- Cheltuielile cu investitiile, excluzand proiectul gazoductului Tuzla - Podisor, sunt estimate la un nivel relativ redus, comparativ cu ultimii ani. Ele includeau deja o estimare pentru acest proiect, insa acum ne asteptam ca investitiile sa fie concentrate intr-o perioada mai scurta.
- 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 legate de baza de active reglementate.
- 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) | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT*(1-T) | 87,42 | 141,79 | 417,09 | 548,03 | 578,61 | 557,21 |
| + Amortizare | 454,89 | 495,66 | 536,43 | 563,08 | 565,80 | 532,15 |
| - Variatie capital de lucru | 38,78 | 82,06 | 106,75 | 32,61 | 21,16 | -31,69 |
| - Cheltuieli de capital | 700,00 | 1.000,00 | 1.000,00 | 700,00 | 200,00 | 200,00 |
| FCFF | -196,46 | -444,61 | -153,23 | 378,50 | 923,24 | 921,06 |
| WACC | 13,70% | | | | | |
| Factor actualizare | 1,0000 | 1,1370 | 1,2928 | 1,4699 | 1,6713 | 1,9002 |
| FCFF actualizat | -49,12 | | | | | |
| Terminal Value | | | | | | 8.866,11 |
| Terminal Value actualizat | 4.665,82 | | | | | |
| Enterprise Value | 5.401,77 | | | | | |
| + Numerar | 664,51 | | | | | |
| - Datorii | 2.514,63 | | | | | |
| Equity Value | 3.551,65 | | | | | |
| Numar actiuni | 188.381.504 | | | | | |

| | | | | | |
|------------------------------------|----------------|--|--|--|--|
| Valoare estimata pe actiune | 18,8535 | | | | |
|------------------------------------|----------------|--|--|--|--|

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

- Capital de lucru legat de venituri.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 13,70%, influentat de:

| Indicator | Valoare |
|--|---------------|
| Costul capitalului propriu (CAPM) | 16,57% |
| Rata fara risc | 6,23% |
| Prima de risc a pietei | 13,98% |
| Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani) | 20,21% |
| Rata fara risc | 6,23% |
| Beta (2 ani) | 0,74 |
| Costul datoriilor | 7% |
| Pondere datorii | 30% |
| Pondere capital propriu | 70% |
| WACC | 13,70% |

- Costul capitalului

propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 16,57%, influentat la randul sau de:

Sursa: estimari Prime Transaction

- Rata fara risc de 6,23%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani
- Prima de risc a pietei de 13,98%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc. La fel ca si pentru Hidroelectrica, am ales sa nu luam in calcul exact 5 ani, ci sa facem comparatia cu valoarea indicelui din 13 decembrie 2018, cu o zi inainte de publicarea Ordonantei 114/2018, care a provocat o evolutie haotica a pietei in perioada imediat urmatoare. In caz contrar am fi ajuns in situatia ca randamentul pietei, si implicit costul capitalului propriu, sa aiba un nivel foarte mare, pe care peste o luna sau doua cel mai probabil nu l-ar mai avea.
- Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,74, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 7%, in scadere cu 2% fata de estimarea anterioara, ca urmare a evolutiei pietei monetare din aceasta perioada.
- Pondere de 30% a datoriilor si de 70% a capitalului propriu.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 18,8535 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 1,6% mai mica decat pretul de inchidere din data de 26 ianuarie si cu 22,77% mai mare decat cea din materialul din iunie 2023.

Valoarea medie ponderata (cu 75% pondere pentru evaluarea prin metoda DCF si 25% pentru cea bazata pe multiplii de piata) este de 19,8054 lei/actiune, cu 3,37% mai mare decat pretul de piata al actiunii si cu 12,65% mai mare decat cel din materialul precedent.

Situatia oarecum paradoxala in care estimarea valorii este mai buna, in ciuda rezultatelor slabe publicate recent este explicabila prin faptul ca rezultatele, desi slabe, erau previzibile. De asemenea, desi pentru perioada urmatoare nu ne asteptam la profituri nete mult peste cele pe care le estimam anterior, ponderea rezultatului operational in aceste estimari a crescut, iar evaluarea DCF se bazeaza pe rezultatele operationale, nu pe cele nete.

Trebuie avut in vedere si faptul ca am ales sa includem de data aceasta si valoarea rezultata din comparatia valorilor multiplului P/BV, fara ea rezultatul evaluarii pe baza multiplilor de piata fiind ceva mai mic.

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 Pandelescu

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

Raportul săptămânal

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

Editoriale

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

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

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



București, Sector 3, str. Caloian Județul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

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

Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, 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