

RAPORT DE COMPANIE

Industrie: petrol & gaz Preț max. 52S (12.03.2008): 243,00

Capitalizare: 1.243 mil. lei Preț min. 52S (27.10.2008): 94,80

R A T I N G

Preț: 105,60 lei

Valoare estimată: 205,80 lei



Activitatea de bază

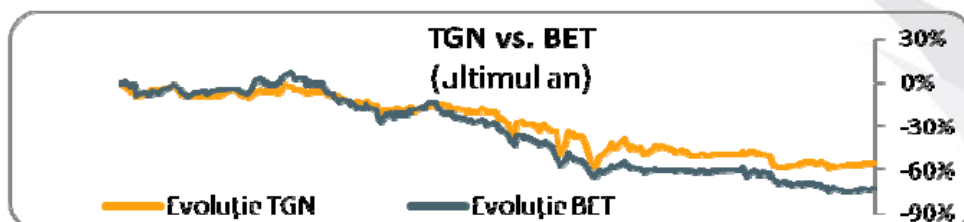
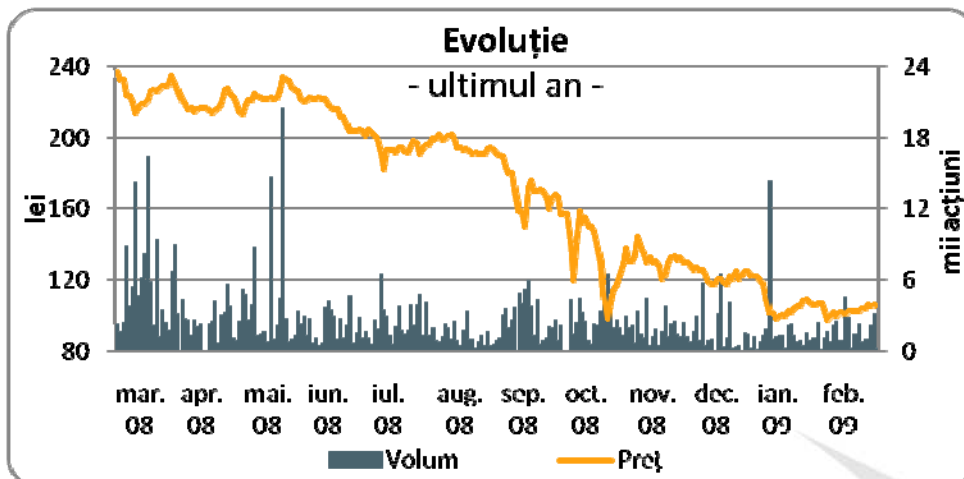
Transgaz e compania națională de transport gaze. Transgaz acționează ca un monopol natural, administrând Sistemul Național de Transport al gazelor naturale și este reglementată de Agenția Națională de Resurse Minerale.

Evoluția cursului

	1 lună	3 luni	YTD	YoY	Medie 3 ani
	-0,4%	-14,2%	-13,4%	-54,9%	N/A

Creșteri

%	Ultimul trim.	Următoarele 12 luni	Medie 3 ani
Vânzări	1,8%	7,8%	13,3%
Profit net	13,2%	6,5%	19,9%
EPS	13,2%	6,5%	15,0%



ARGUMENTE INVESTIȚIONALE

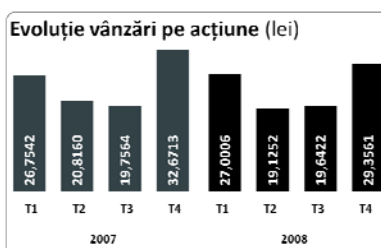
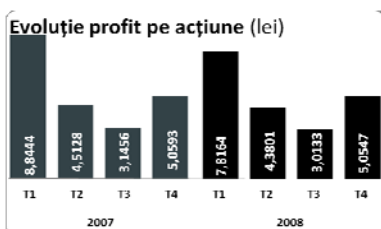
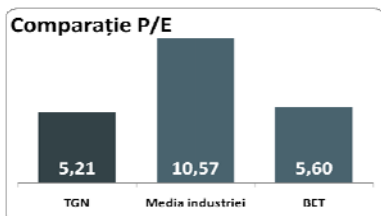
- Transgaz este un monopol natural, operând sistemul național de transport gaze naturale.
- Veniturile sunt reglementate și pot fi considerate stabile. Există o dependență redusă față de consumul de gaze din România.
- Pe segmentul de tranzit TGN încasează venituri pe baza unei capacități rezervate, și nu a tranzitului efectiv, nefiind afectată de reducerile cantităților de gaze transportate către Europa.
- Estimăm o valoare de 205,8 lei/acțiune, prezentând un potențial de creștere de 95%.

PRINCIPALELE OPORTUNITĂȚI

- Potrivit statutului Transgaz, compania distribuie anual cel puțin 50% din profit sub formă de dividende. Pentru 2008, compania a anunțat un dividend brut de 10,47 lei/acțiune, reprezentând un randament de 9,9%.
- Compania a început recent dezvoltarea rețelei de tranzit Arad-Szeged, precum și a tronsonului Giurgiu-Russe, urmând a-și majora veniturile aferente.
- În ciuda situației de criză din prezent, este de așteptat ca pe termen lung consumul de gaz din economiile vest-europene să crească, ceea ce ar putea duce la mărirea capacității rezervate a Gazprom.

PRINCIPALELE RISURI

- Riscul valutar poate influența semnificativ veniturile companiei, dar pe termen scurt deprecierea monedei naționale este în favoarea TGN.
- Riscul legislativ se referă la posibilitatea schimbării metodei de reglementare prin care costurile sunt recunoscute direct în venituri.



RAPORT DE COMPANIE

PREZENTAREA COMPANIEI ȘI ANALIZA INDUSTRIEI

Metoda revenue cap asigură rezultate stabile

Veniturile companiei din activitatea de transport au ca proveniență costurile operaționale, costurile directe (precum taxa de redevență de 10% plătită Agenției Naționale de Resurse Minerale) și baza de active reglementate. Primele două componente sunt recunoscute direct în venituri, iar pentru activele reglementate se aplică o rată de rentabilitate de 8%. Astfel, veniturile din activitatea de transport intern sunt caracterizate prin stabilitate și predictibilitate. Mai mult, dacă veniturile actuale sunt mai mici decât cele estimate, diferența va fi recuperată în anul gazier următor. Putem concluziona că veniturile nu depind de consumul intern de gaz.

Tranzitul internațional, o afacere foarte profitabilă

Transgaz are încheiate trei contracte pentru tranzitul internațional, din care două cu Gazprom și unul cu Bulgargaz. Veniturile depind de capacitatea rezervată și nu de cantitatea de gaz tranzitată. Tarifele de tranzit sunt confidențiale, dar sunt semnate în dolari, ceea ce induce un important risc valutar pentru companie. Aproximativ 50% din profitul companiei provine de pe segmentul de tranzit, chiar dacă veniturile aferente au o pondere de numai 20% din total. A fost demarată construirea conductelor de interconectare a sistemului național de transport intern cu cel din Bulgaria, respectiv din Ungaria, pe ruta Giurgiu-Russe, respectiv Arad-Szeged. Primele estimări arată că cele două proiecte vor fi finalizate în 2011, respectiv 2010.

Nabucco, o șansă în plus pentru Transgaz, care însă de-abia pâlpâie

Proiectul Nabucco este destinat a transporta gazul din Iran, Siria, Egipt, Azerbajian și Kazakhstan în vestul Europei printr-o conductă ce pornește din estul Turciei și ajunge în Austria, urmând a fi o alternativă pentru gazul rusesc. Transgaz este una din cele șase companii implicate în acest proiect, pe lângă cele din Turcia, Bulgaria, Ungaria, Austria și Germania. Rusia a venit cu două contrapropuneri, South Stream și North Stream, niciuna netraversând România. Lipsa de finanțare și multitudinea de necunoscute de la nivel de planificare face ca după 7 ani de la înființare punerea în aplicare a proiectului să fie în continuare o necunoscută.

Rezultate preliminare 2008

Compania a preliminat un profit net de 238,6 mil. lei, în creștere cu 6,5% față de anul trecut, dar cu 7,5% mai mic comparativ cu nivelul bugetat. Cifra de afaceri a crescut cu 10,4% la 1.120 mil. lei, dar a fost mai mică cu 3,8% decât cea planificată. Realizarea unor venituri mai mici față de estimările inițiale s-a datorat transportării unei cantități de gaze mai mici decât cea estimată în condițiile unei cereri în scădere. Spre deosebire de marea majoritate a companiilor de la BVB, TGN nu a înregistrat pierderi pe segmentul financiar, având un grad redus de îndatorare, valoarea datoriilor fiind de 933 mil. lei, aproximativ 42,4% din capitalurile proprii.

Profilul companiei

Transgaz operează sistemul național de transport, fiind intermediarul dintre producători/importatori, și consumatori. Compania percepe o taxă de transport pentru retaileri (Distrigaz Sud sau E.ON Gaz) și consumatorii industriali (Azomureș sau Interagro), dar nu intermediază consumatorii casnici. Riscul suplimentar datorat numărului mic de clienți este compensat de costurile mai mici de administrare a unei rețele de clienți mai redusă.

ANALIZĂ COMPARATIVĂ

Denumire emitent	Țară	Cap. bursieră (mil. euro)	P/E	P/S	P/B	Marja netă	ROE	ROA	Marja op.
Transgaz	ROM	290	5,21	1,11	0,57	21,3%	12,2%	8,5%	25,0%
Gas Natural SDG	ESP	5.281	4,97	0,38	0,82	8,6%	17,0%	6,9%	13,2%
Snam Rete Gas	ITA	6.610	12,41	3,44	2,04	27,8%	15,0%	4,8%	53,5%
Enagas	ESP	2.688	10,32	3,16	1,85	30,6%	18,6%	6,0%	51,2%
Fluxys	BEL	1.449	15,52	3,14	1,17	21,0%	7,6%	4,6%	28,2%
Lietuvos Dujos AB	LTU	131	7,01	0,29	0,24	4,1%	3,4%	2,6%	4,4%
Latvijas Gaze AS	LAT	230	8,32	0,46	0,5	5,5%	6,0%	4,0%	6,2%
Voronezhoblgaz OAO	RUS	54	15,46	1,38	1,38	9,0%	9,3%	6,5%	13,4%
Media industriei			10,57	1,75	1,14				
Valoare TGN vs. industrie			214,3	166,5	213,5		Preț mediu 198,1		

Evaluând TGN după emitenții din sectorul de activitate, sugerăm un discount de 47%. Folosind doar companii din Europa de Vest, discountul crește la 57%. Chiar dacă luăm în calcul indicatorul cu cea mai redusă valoare față de cea înregistrată de TGN (P/S), tot rezultă un discount de 37%.

RAPORT DE COMPANIE

DATE FINANCIARE

Contul de profit și pierderi (mil. lei)	2004A	2005A	2006A	2007A	2008P	2009E	2010E	2011E
Cifră de afaceri	772,3	770,1	909,0	1.038,9	1.120,0	1.353,7	1.449,3	1.487,5
Evoluția cifrei de afaceri	N/A	-0,3%	18,0%	14,3%	7,8%	20,9%	7,1%	2,6%
Cheltuieli operaționale	537,5	589,8	675,9	780,4	857,4	1.083,5	1.152,6	1.191,8
Evoluția cheltuielilor operaționale	N/A	9,7%	14,6%	15,5%	9,9%	26,4%	6,4%	3,4%
Rezultat din exploatare	244,0	198,0	265,3	271,3	280,4	290,6	318,4	318,0
Depreciere și amortizare	66,2	66,2	84,5	76,7	83,4	103,7	109,1	114,3
Rezultat financiar	0,5	-22,9	21,0	-2,0	4,2	0,4	0,0	-2,7
Rezultat net	179,0	138,4	237,9	224,0	238,6	244,4	267,4	264,8
Evoluția rezultatului net	N/A	-22,7%	71,8%	-5,8%	6,5%	2,5%	9,4%	-1,0%

Bilanț (mil. lei)	2004A	2005A	2006A	2007A	2008P	2009E	2010E	2011E
Active imobilizate	1.608,8	1.790,5	1.906,2	2.035,7	2.693,8	2.840,1	2.981,0	3.116,8
Active circulante	225,6	257,5	278,3	573,7	597,4	744,6	826,1	877,6
Datorii pe termen scurt	200,8	287,9	294,2	311,2	347,6	541,5	587,0	609,9
Datorii pe termen lung	696,1	680,1	623,9	608,7	585,4	585,4	585,4	585,4
Capitaluri proprii	916,9	1.033,6	1.198,3	1.566,9	2.199,1	2.324,3	2.469,4	2.600,6

Indicatori financiari	2004A	2005A	2006A	2007A	2008P	2009E	2010E	2011E
ROA	13,3%	9,7%	12,2%	10,4%	8,5%	8,1%	8,4%	8,0%
ROE	24,3%	15,5%	24,8%	16,7%	12,2%	11,8%	12,1%	11,3%
Marjă operațională	31,6%	25,7%	29,2%	26,1%	25,0%	21,5%	22,0%	21,4%
Marjă netă	23,2%	18,0%	26,2%	21,6%	21,3%	18,1%	18,5%	17,8%
Grad de îndatorare	97,8%	93,7%	76,6%	58,7%	42,4%	48,5%	47,5%	46,0%
Indice de lichiditate curentă	1,12	0,89	0,95	1,84	1,72	1,38	1,41	1,44

Indicatori de piață	2004A	2005A	2006A	2007A	2008P	2009E	2010E	2011E
P/E	N/A	N/A	N/A	10,09	5,21	5,09	4,65	4,69
P/B	N/A	N/A	N/A	1,44	0,57	0,53	0,50	0,48
P/S	N/A	N/A	N/A	2,18	1,11	0,92	0,86	0,84
Capitalizare bursieră (mil. lei)	N/A	N/A	N/A	2.260	1.243	1.243	1.243	1.243
Dividende	N/A	6,88	11,69	9,66	10,47	10,38	11,36	11,25
Rată de distribuire	N/A	51,6%	51,1%	50,8%	51,7%	50,0%	50,0%	50,0%
Randament de dividend	N/A	N/A	N/A	4,2%	9,9%	9,8%	10,8%	10,7%
Preț maxim	-	-	-	-	287,00	126,00	-	-
Preț minim	-	-	-	-	94,80	96,00	-	-

Cifră de afaceri (mil. lei)	T1					Total	Rezultat net (mil. lei)	T1					Total
	T1	T2	T3	T4	Total			T1	T2	T3	T4	Total	
2001A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2001A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2002A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2002A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2003A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2003A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2004A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	772,3	2004A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	179,0
2005A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	770,1	2005A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	138,5
2006A	N/A	N/A	216,7	280,0	909,0	909,0	2006A	N/A	N/A	55,9	65,7	237,9	
2007A	278,0	216,3	205,3	339,4	1.038,9	1.038,9	2007A	91,9	46,9	32,7	52,6	224,0	
2008P	317,9	225,2	231,3	345,6	1.120,0	1.120,0	2008P	92,0	51,6	35,5	59,5	238,6	

RAPORT DE COMPANIE

EVALUARE PE BAZĂ DE CASH FLOW

Ipoteze

- Pentru perioada 2009-2010, estimăm o diminuare a veniturilor obținute din activitatea de transport, venituri care urmează a se recupera în anii gazieri următori, conform legislației în vigoare.
- Pentru acest an compania și-a bugetat un profit net de 309,5 mil. lei, în creștere cu aproximativ 30% față de anul trecut, pe fondul unor venituri totale de 1.418 mil. lei, mai mari cu 20,6%. Bugetul poate însă suferi modificări, în funcție de condițiile de piață. Inițial, anul trecut a fost bugetat un profit de 269 mil. lei, rectificat la 258 mil. lei, în final TGN raportând un rezultat net de doar 238 mil. lei. Având în vedere aceste evoluții și ținând cont de perioada dificilă de piață am luat în considerare date cu grad ridicat de prudență.
- Cifra de afaceri a fost previzionată pe baza a două estimări separate pentru segmentele de tranzit și de transport. Pentru cea de-a doua categorie estimarea are în vedere metoda revenue cap, care duce la o acuratețe mare a rezultatelor, având în vedere elementele strict reglementate de Agenția Națională de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE).
- Transgaz are contracte confidențiale cu Gazprom și Bulgargaz, singurele date disponibile fiind veniturile totale din activitatea de tranzit. Ținând cont de cifrele din perioada precedentă, am estimat veniturile în dolari și am corelat sumele în lei având în vedere estimarea oficială a ratei de schimb.
- Costurile cu salariile ar trebui să înregistreze o rată de creștere redusă, ca urmare directă a investițiilor în aparatură și deci a unei nevoi de forță de muncă în scădere. Considerăm că Transgaz va continua managementul eficient în ceea ce privește cheltuielile și scăderea consumului tehnologic.

(mil. lei)

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Rezultat net	244,4	267,4	264,8	255,9	254,9	254,8	254,9	255,1	256,1	258,0
Depreciere și amortizare	103,7	109,1	114,3	119,3	124,1	128,7	133,2	137,5	141,6	145,6
Alte elemente	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variație capital de lucru	121,7	47,1	39,3	34,7	37,0	34,0	31,3	28,7	25,6	22,9
Investiții nete	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0
Variație împrumuturi pe termen lung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende	122,2	133,7	132,4	127,9	127,5	127,4	127,4	127,5	128,1	129,0
Fluxul de numerar	342,1	307,3	300,8	287,7	293,5	294,9	296,7	298,8	301,4	305,5
Pondere capitaluri proprii în activ total	67,3%	67,8%	68,5%	69,3%	69,8%	70,4%	71,0%	71,5%	71,9%	72,4%
Coeficientul de corelație cu piața	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Rata fără risc	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%
Primă de risc	7,0%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Costul capitalurilor proprii	17,0%	16,5%	15,5%	14,5%	13,5%	12,5%	11,5%	10,5%	10,0%	9,5%
Costul ponderat al capitalurilor	15,7%	14,7%	13,7%	12,6%	11,8%	11,0%	10,2%	9,4%	9,1%	8,7%
Valoare actualizată a fluxurilor de numerar	195,0	134,2	114,6	96,5	89,7	81,5	74,7	69,0	64,1	60,0
Valoarea terminală actualizată	1.534	Valoarea companiei			2.514	Valoare pe acțiune (lei)		213,53		

ANALIZA DE SENZITIVITATE

Valoare acțiune	Costul ponderat al capitalurilor (k)				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	+0,5%	+1,0%
0,84%	212,25	203,52	195,90	189,18	183,22
1,34%	223,04	212,89	204,12	196,45	189,71
1,84%	235,65	223,73	213,53	204,71	197,01
2,34%	250,61	236,40	224,42	214,17	205,31
2,84%	268,62	251,43	237,15	225,11	214,81

Analiza de senzitivitate subliniază potențial relativ redus de scădere a valorii acțiunii TGN. Principalele motive rezultă din poziția de monopol a companiei și din reglementarea strictă a veniturilor prin folosirea metodei revenue cap.

Valoarea cea mai redusă, de 183,22 lei/acțiune oferă un discount consistent față de valoarea de piață, de 42,4%.

RAPORT DE COMPANIE

CONCLUZII

- Două metode de bază au fost folosite pentru evaluare, analiza comparativă și evaluarea bazată pe fluxurile de numerar bazată pe estimări pe o perioadă de 10 ani plus valoarea reziduală. Media pentru indicatorii de piață ai companiilor din sector oferă o valoare de 198,1 lei/acțiune, iar rezultatul DCF-ului este de 213,5 lei/acțiune. Valorile sunt foarte apropiate, de aceea considerăm media acestora, de 205,8 lei/acțiune, ca fiind evaluarea justă pentru Transgaz. Aceasta oferă un potențial de creștere de 95%.
- Riscul investițional nu este unul ridicat, având în vedere reglementarea veniturilor și gradul ridicat de acuratețe în estimarea rezultatelor. Din acest punct de vedere, acțiunile TGN sunt recomandate în perioadele dificile de la nivel macroeconomic. Pe de altă parte, compania este expusă riscului legislativ, care nu poate fi estimat.

RAPORT DE COMPANIE

ABREVIERI și EXPLICAȚII

BVB – Bursa de Valori București	P/E – Price/Earnings (Preț/Profit pe acțiune)	YoY – Year on Year (evoluție ultimele 365 zile)	ROE – Return on Equity (Rentabilitatea capitalurilor proprii = Profit net/(Capitaluri proprii – Profit net))	NM – Not meaningful (Nu are sens)
BET – Bucharest Exchange Trading (indice de preț ponderat cu capitalizarea free floatului celor mai lichide 10 companii listate pe piața reglementată a BVB)	P/B – Price/Book (Preț/Valoarea contabilă pe acțiune)	YTD – Year to Day (evoluție de la începutul anului)	ROA – Return on Assets (Rentabilitatea activului = Profit operațional/Activ total)	N/A – Not available/Not applicable (Nu este disponibil /Nu este aplicabil)
BET-FI – Bucharest Exchange Trading – Investment Funds (indice sectorial ce reflectă evoluția societăților de investiții financiare)	P/S – Price/Sales (Preț/Cifră de afaceri pe acțiune)	S – săptămână T – trimestru Mil. – million Mld. – miliard	Marja op. – Marja operațională = Profit operațional/Cifră de afaceri Marja netă – Profit net/Cifră de afaceri	A – actual P – preliminar E – estimări

Sistem de evaluare:

- 5 săgeți = Cel mai probabil, evoluția viitoare a acțiunii evaluate va depăși puternic evoluția pieței de capital în următoarele 12 luni
- 4 săgeți = Cel mai probabil, evoluția viitoare a acțiunii evaluate va depăși evoluția pieței de capital în următoarele 12 luni
- 3 săgeți = Cel mai probabil, evoluția viitoare a acțiunii evaluate va fi similară evoluției pieței de capital în următoarele 12 luni
- 2 săgeți = Cel mai probabil, evoluția viitoare a acțiunii evaluate va fi sub cea a pieței de capital în următoarele 12 luni
- 1 săgeată = Cel mai probabil, evoluția viitoare a acțiunii evaluate va fi puternic sub cea a pieței de capital în următoarele 12 luni

CONTACT

SC Fairwind Consulting SRL oferă consultanță și servicii financiare, fiind specializată în activități de cercetare, evaluare și analiză financiară și în activități de consultanță, implementare și suport a informației de business și a aplicațiilor aferente.

Analist șef: Radu Popescu-Buzeu, radu.popescu-buzeu@fairwind.ro

Analist senior: Virgil Livanov, virgil.livanov@fairwind.ro

DISCLAIMER

Acest raport este redactat de către analiștii SC Fairwind Consulting SRL Nici compania, nici angajații săi nu își asumă nici o responsabilitate pentru consecințele deciziilor de investiții luate pe baza acestui raport. Acest material se dorește o metodă de informare pentru potențialii investitori sau alte persoane interesate de piața de capital. Acest raport nu intenționează să fie o recomandare de investiții, nu este o ofertă de cumpărare sau de vânzare și nici nu reprezintă sfaturi de tranzacționare a valorilor mobiliare despre care se face referire.

Informațiile și datele folosite în raport sunt de natură publică, însă nu conferă garanția unor date corecte sau complete. Valorile mobiliare sau strategiile menționate pot să nu corespundă tuturor profilurilor investitorilor. Informațiile, opiniile și estimările din acest raport reflectă analiza la momentul publicării acestuia și pot fi schimbate ulterior, fără nici o notificare în prealabil. Evoluția trecută nu garantează rezultatele viitoare. Nu se poate oferi nici o garanție că evenimentele se vor desfășura conform estimărilor descrise. Când o investiție sau o acțiune e denominată într-o monedă diferită față de cea de referință, volatilitatea cursului valutar poate avea un efect negativ asupra valorii, prețului sau venitului investiției. Informațiile cuprinse în acest raport nu constituie o recomandare cu privire la deciziile de investiții din punct de vedere al impozitării. Acest material nu ține cont de obiectivele investiționale individuale, înainte de a se lua o decizie pe baza acestui raport, este indicat să se ceară o consultanță de servicii de intermediere financiară.

SC Fairwind Consulting SRL, managerii săi de investiții, membrii companiei, staff-ul sau clienții pot deține, pot cumpăra sau vinde în orice moment unele din valorile mobiliare sau instrumentele derivate aferente despre care se fac referiri în acest raport.