

# Societatea Nationala de Transport Gaze Naturale Transgaz Medias

Oferta publica initiala: 26 noiembrie – 7 decembrie 2007

Recomandare – Subscriere  
Pret tinta : 270.7 RON (+41%)

## **1. Caracteristici oferta:**

- **numarul de actiuni** oferite spre vanzare: 1,177,384 actiuni (10% din viitorul capital social in ipoteza subscrierii integrale);
- **pretul actiunilor oferite:** 191.92 RON/ actiune;
- **valoarea totala a ofertei:** 225.96 mln RON;
- **procentul** oferit spre subscriere: 10% din capitalul social post-oferta;
- **valoarea totala a companiei** la pret de subscriere: 2.26 mld RON (671 mln EUR).

## **2. Transgaz – compania nationala de transport gaze naturale**

- Este un monopol natural si legal in Romania in transportul de gaze naturale – singura companie din tara care detine o licenta pentru transportul gazelor naturale;
- Realizeaza legatura intre producatorii interni si externi de gaze naturale si furnizorii, distribuitorii, rezervele si consumatorii finali interni;
- Transporta in medie 85-90% din gazele naturale consumate intern, ocupandu-se si de echilibrarea si coordonarea fluxului de gaze naturale prin reseaua nationala de conducte magistrale pe care o concesiuneaza de la stat. Transgaz plateste catre stat o taxa de concesiune de 10% din veniturile din transportul gazelor;
- In medie, 11% din veniturile totale anuale au ca sursa vanzarea de gaze si alte activitati;
- Veniturile companiei au crescut cu 7.8% in 2005 si 14.3% in 2006, anul acesta asteptandu-se o relativa stagnare a acestora;

- In ultimii trei ani veniturile din tranzitul gazelor au inregistrat o diminuare medie anuala de 5.4%; Veniturile din tranzitul gazelor reprezinta 20-30% din veniturile totale;
- Este supusa reglementarii ANRGN (Agentia Nationala de Reglementare a Gazelor Naturale); De la mijlocul lui 2004, este supusa unui program de reglementare a veniturilor avand la baza stabilirea anuala de catre ANRGN a tarifelor pentru serviciile oferite de companie.

### **Date financiare si proiectii**

mIn RON	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Venituri totale</b>	774	780	935	1,009	1,190	1,286
- transport gaze	436	510	621	735	905	937
- tranzit gaze	242	220	213	203	226	259
- vanzari gaze	91	37	72	45	48	58
- altele	5	13	29	25	12	32
<i>Crestere venituri totale (%)</i>	-	0.8%	19.9%	7.9%	18.0%	8.0%
<b>EBITDA</b>	315	299	342	323	381	437
<i>Marja EBITDA (%)</i>	40.7%	38.3%	36.6%	32.0%	32.0%	34.0%
<b>Profit operational (EBIT)</b>	160	138	176	161	190	231
<i>Marja operationala (%)</i>	20.7%	17.7%	18.8%	16.0%	16.0%	18.0%
<b>Profit brut (EBT)</b>	169	116	194	172	179	219
<i>Marja profit brut (%)</i>	21.8%	14.8%	20.8%	17.0%	15.0%	17.0%
<b>Profit net</b>	224	96	162	156	167	184
<i>Marja neta (%)</i>	28.9%	12.3%	17.3%	15.5%	14.0%	14.3%

Sursa: info prospect, estimari Vanguard Research pentru 2007-2009

### **Multipli de evaluare la pretul de oferta**

Pret (RON)	Capitalizare (mIn RON)	P/E 06	P/S 06	P/E 07e	P/S 07e
191.92	2,260	13.9	2.4	14.5	2.2

Sursa: info prospect, Vanguard Research

### **3. Prezentare oferta**

In perioada 26 noiembrie – 7 decembrie 2007 se va desfasura oferta publica initiala a Transgaz Medias, prin care vor fi oferite la vanzare un numar de 1,177,384 actiuni, reprezentand 10% din capitalul social rezultat al emitentului, in ipoteza subscrierii integrale a ofertei. In urma incheierii ofertei prin subscriere integrala a actiunilor oferite, capitalul social al companiei ar urma sa se ridice la 117,738,440 RON.

Oferta are urmatoarea structura:

- Transa subcrierilor mari: aferenta subcrierilor de minim 500,000 RON si care reprezinta 60% din numarul total de actiuni oferite spre subscriere;

- Trasa subscrierilor mici: aferenta subscrierilor cuprinse intre echivalentul a minim 11 actiuni (cca 2,111 RON) si maxim 500,000 RON si care reprezinta restul de 40% din numarul total de actiuni oferite spre subscriere.

Dupa incheierea ofertei, in caz de suprasubscriere, modalitatea de alocare a actiunilor pentru ambele transe este pro-rata. Oferta va fi considerata un succes, daca, la data inchiderii ei, vor fi subscribe minimum 90% din actiunile oferite. In cazul unui nivel de subscriere de sub 90%, oferta va fi retrasa, iar sumele subscribe vor fi returnate investitorilor.

<b>Structura actionariat</b>	<i>ante-oferta</i>	<i>post-oferta</i>
Ministerul Economiei si Finantelor	85.01%	75.01%
Fondul Proprietatea	14.99%	14.99%
Alti actionari	-	10.00%

*Sursa: info prospect*

## ***Transgaz Medias – prezentare companie***

### ***1. Piata romaneasca a gazelor naturale***

Piata locala a gazelor naturale a suferit transformari majore in ultimii ani odata cu introducerea normelor comunitare in cadrul legislativ national, ceea ce a dus la necesitatea restructurarii sectorului, acesta fiind astfel partial liberalizat. ANRGN coordoneaza acest proces de liberalizare, planificat sa se finalizeze in 2007.

Ca urmare a restructurarii sectorului gazelor naturale, principiile care stau la baza functionarii acestuia sunt:

- Promovarea si asigurarea competitiei pe piata gazelor naturale;
- Libertatea consumatorilor eligibili de a-si alege furnizorul de gaze naturale;
- Accesul liber al jucatorilor pietei la sistemele de transport, inmagazinare subterana si distributie a gazelor naturale;
- Obligativitatea asigurarii serviciilor publice de transport, inmagazinare subterana si distributie;
- Tratament nediscriminatoriu pentru participantii pe piata.

Pana la momentul liberalizarii totale, piata gazelor naturale din Romania va fi formata in continuare din doua segmente: segmentul concurential (formarea libera a pretului de comercializare a gazului intre participanti eligibili) si cel reglementat (monopoluri naturale/ legale ale caror tarife sunt stabilite de autoritatea de reglementare).

Participantii la piata gazelor naturale sunt:

- Producatorii de gaze naturale (extractie);
- Furnizorii de gaze naturale (activitati de vanzare-cumparare);
- Transportatorul de gaze naturale (Transgaz, operatorul Sistemului National de Transport);
- Distribuitorii de gaze naturale (vehicularea gazelor naturale printr-un sistem de distributie);
- Operatorii de inmagazinare subterana (injectia, depozitarea si extractia gazelor in/ din capacitatile de inmagazinare);
- Consumatorii eligibili – pot sa isi aleaga furnizorul;
- Consumatorii captivi – nu pot sa isi aleaga furnizorul din considerente de reglementare.

Principalii producatori de gaze naturale din Romania sunt Romgaz si Petrom. Anul trecut, productia interna de gaze s-a cifrat la aproximativ 12.1 mld mc, din care Romgaz a contribuit cu 51% si Petrom cu 49%.

In ceea ce priveste Transgaz, acesta detinea la sfarsitul lui 2006 o infrastructura formata din aproximativ 11,757 km conducte de transport cu o capacitate de transport de aproximativ 40 mld

mc pe an si 562 km conducte de tranzit international, precum si statii de masurare, reglare, comprimare gaze naturale etc.

Anul trecut, Transgaz a transportat prin sistemul national 15.2 mld mc de gaze.

mld mc	2004	2005	2006
Cantitatea de gaze naturale transportate prin SNT	15.700	16.400	15.200
Consumul de gaze naturale in Romania	17.545	17.744	17.840

*Sursa: info companie*

Consumul de gaze naturale in Romaniei a suferit o scadere semnificativa dupa caderea regimului comunist, odata cu prabusirea nivelului de activitate industrială si a cererii de energie. Trendul s-a inversat in 1999, adoptand o crestere anuala slaba de numai 1% pana in 2006.

## **2. Transgaz – particularitati ale companiei**

Transgaz opereaza Sitemul National de Transport al gazelor naturale, pe care l-a primit in concesiune de la stat contra unei redevente de 10% din veniturile realizate din activitatile de transport si tranzit al gazelor. Contractul de concesiune a retelei de transport are o durata de 30 de ani si este valabil pana in 2032, iar licenta de transport este valabila pentru 15 ani.

Datorita statutului de monopol al activitatii de transport a gazelor naturale (Transgaz detine o cota de 85 - 90% din piata locala a transportului de gaze naturale), aceasta este o activitate reglementata printr-o metodologie de tarifare pe baza principiului venitului reglementat plafonat ("revenue cap"). Aceasta metodologie ofera stabilitatea si predictibilitatea veniturilor si contribuie la eficientizarea activitatii.

In prezent, circa 68.5% din reseaua de transport de gaze are durata normala de functionare depasita, necesitand investitii majore pentru modernizare, pentru care Transgaz a elaborat o strategie de investitii conforma necesitatilor sistemului. Circa 24% din conductele cu vechime mai mare de 25 de ani au fost reparate in perioada 1986-2006. In paralel, in 2005 compania a initiat un program de inspectie a conductelor folosind tehnologie de ultima ora, acest lucru permitandu-i sa inlocuiasca doar partile afectate ale conductelor, reducand astfel cheltuielile cu investitii.

Principalii beneficiari ai Transgaz pentru serviciile de transport sunt:

- Distribuitori (46% din volum): Distrigaz Sud, E.On (fost Distrigaz Nord);
- Furnizori (23%): Interagro, Petrom Gas, SNP Petrom, Romgaz, Amgaz Furnizare;
- Consumatori eligibili (31%): Electrocentrale Bucuresti, Azomures, Termoelectrica, Amonil, Electrocentrale Galati, Mittal Steel, Electrocentrale Deva.

### 3. Rezultate financiare si strategie

#### 3.1. Investitii

Emitentul isi propune imbunatatirea profitabilitatii din operatiuni prin concentrarea pe urmatoarele aspecte:

- Asigurarea exploatarii sistemului national de transport in conditii de siguranta;
- Dezvoltarea sistemului national de transport;
- Imbunatatirea eficientei operationale.

Planul de investitii pentru perioada 2007-2012 este prezentat mai jos:

mIn RON	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Lucrari de investitii	118	219	104	117	86	56
Lucrari de mententanta	63	55	81	90	92	21
Investitii proiect Nabucco	4	58	129	164	139	129
<b>Total</b>	<b>185</b>	<b>332</b>	<b>314</b>	<b>371</b>	<b>317</b>	<b>206</b>

Sursa: info companie

#### 3.2. Proiectul Nabucco

Proiectul Nabucco a fost initiat cu scopul de a conecta tarile europene la rezervele de gaze naturale din zona Marii Caspice si Orientul Mijlociu. Si-au asumat participarea la acest proiect Turcia, Bulgaria, Romania, Ungaria si Austria. Din cei 3.282 km ai conductei, 457 km sunt pe teritoriul Romaniei. Capacitatea de transport a conductei este de 8 mld mc in 2011, cu crestere liniara pana la 25.5 mld mc pana in 2030. Din acesta sursa Romania ar avea un potential de import de 2-5 mld mc anual.

Anumite dificultati fac ca progresul proiectului Nabucco sa nu fie foarte rapid: regimul juridic diferit al proprietatii asupra sistemului de conducte de transport interstatal, regimul de reglementare diferit pentru tarifele de utilizare a acestor sisteme, absentia actuala a unui plan de finantare a proiectului, ratingul insuficient de ridicat al unor participanti, absentia unor contracte clare de furnizare gaze naturale in sistemul de transport in zona Marii Caspice, extinderea puternica a Federatiei Ruse in zona si intretaierea traseului Nabucco cu alte trasee noi. Datorita acestor incertitudini, estimarea noastra privind valoarea de piata a Transgaz nu ia in considerare proiectul Nabucco.

### 3.3. Date financiare

mIn RON	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Venituri totale</b>	774	780	935	1,009	1,190	1,286
<i>Crestere venituri totale (%)</i>	-	1%	20%	8%	18%	8%
<b>EBITDA</b>	314	299	342	323	381	437
<i>Marja EBITDA (%)</i>	41%	38%	37%	32%	32%	34%
<b>Profit operational (EBIT)</b>	160	138	176	161	190	231
<i>Marja operationala (%)</i>	21%	18%	19%	16%	16%	18%
<b>Profit net</b>	224	96	162	156	167	184
<i>Marja neta (%)</i>	28.9%	12.3%	17.3%	15.5%	14.0%	14.3%

Sursa: info prospect, estimari Vanguard research pentru 2007-2009

Veniturile anuale ale companiei cresc moderat, depinzand in foarte mare parte de nivelul tarifelor stabilite de autoritatea de reglementare, deoarece cererea interna de gaze este in relativa stagnare. Asemenea altor monopoluri de stat, veniturile companiei sunt determinate prin metoda "revenue cap", introdusa la jumatatea anului 2004 printr-un regulament al ANRGN. Autoritatea de reglementare stabileste niveluri-tinta ale veniturilor anuale pe o perioada de cinci ani si plecand de la acestea determina nivelul tarifelor reglementate.

In primele noua luni ale acestui an, veniturile companiei s-au cifrat la 697 mln lei. Daca am analiza aceasta cifra am obtine o stagnare a veniturilor fata de anul trecut, insa in ultimul trimestru cererea de gaze naturale creste odata cu venirea sezonului rece, asteptandu-ne la venituri mai mari in ultimul trimestru al anului.

Factorii principali care afecteaza rezultatele emitentului sunt: reglementarea activitatii de transport folosind metodologia venitului reglementat plafonat, obligatia implementarii programului minimal de investitii pentru 2007-2011, consumul tehnologic, sezonalitatea, variatiile cursului de schimb.

Asemenea corespondentului sau din industria energiei electrice (Transelectrica), Transgaz alocata dividende de minim 50% din profitul distribuibil. In 2006, compania a platit dividende aferente anului precedent in valoare de 71.4 mln lei, anul acesta platind dividende aferente anului trecut in valoare de 121.4 mln lei. In 2005 societatea nu a platit dividende aferente anului 2004 datorita necesitatii retinerii acestora in vederea finantarii unor investitii. De asemenea, in ultimii doi ani, societatea a fost sanctionata la cererea actionarului majoritar cu un total de 51.7 mln lei pentru intarzierea platii dividendelor.

Pe termen de cativa ani, ne asteptam ca societatea sa aiba o crestere lenta a veniturilor dat fiind cresterea moderata a tarifelor reglementate de ANRGN pe fondul cererii in stagnare pentru gaze naturale. In conditiile dezvoltarii activitatilor industriale pe termen mediu-lung, consideram ca veniturile Transgaz ar putea capata o dinamica mai agresiva in limitele stabilite de metodologia "revenue cap".

## Bilant 2004-2006

ACTIV	mIn RON	2004	2005	2006
<b>Active imobilizate</b>		2,534	2,614	2,631
<b>Active circulante</b>		228	255	277
- Stocuri		40	38	36
- Creante		133	151	162
- Numerar si echivalente de numerar		55	66	79
<b>TOTAL ACTIV</b>		2,762	2,869	2,908

PASIV				
<b>Datorii curente</b>		215	309	303
<b>Datorii pe termen lung</b>		386	361	322
- Imprumuturi (purtatoare dobanda)		201	186	130
<b>Capitaluri proprii</b>		2,161	2,199	2,283
- Capital social		545	545	545
<b>TOTAL PASIV</b>		2,762	2,869	2,908

Sursa: Prospect

Ponderea in pasiv a datoriilor societatii pe termen lung purtatoare de dobanda a scazut de la 7.3% in 2004 la aproximativ 3% in 2007.

## Situatia fluxurilor de numerar 2004-2006

	mIn RON	2004	2005	2006
<b>Flux de numerar din exploatare</b>		337	246	333
<i>Flux de numerar din exploatare/venituri</i>		44%	32%	36%
<b>Flux de numerar investitional</b>		-284	-231	-126
<b>Flux de numerar financiar</b>		-73	-7	-176

Sursa: Prospect

In tabelul de mai sus sunt trecute fluxurile nete de numerar din diferitele segmente de activitate. Putem nota nivelul destul de bun al fluxurilor de numerar din exploatare raportate la veniturile totale, ceea ce se datoreaza in parte nivelului foarte scazut de indatorare, iesirile nete de numerar pentru plata dobanzilor fiind chiar de cateva ori mai mici decat cele catre plata impozitului pe profit. Spre comparatie, Transelectrica, cu un nivel de indatorare de 10 ori mai mare decat cel al Transgaz are un raport al fluxurilor de numerar operational pe venituri de numai cca 15%.

Desi in 2005 fata de 2004 observam o diminuare a fluxurilor operationale de numerar raportate la venituri, ultimii doi ani ne indica o stabilizare a acestora, permitandu-ne astfel sa folosim metoda detaliata mai jos, a actualizarii fluxurilor viitoare de numerar (Discounted Cash Flows) pentru a estima o valoare teoretica a companiei.



### 3.4. Riscuri

Factorii de risc sunt atat specifici mediului economic din Romania, care este o tara emergenta, si industriei in care isi desfasoara activitatea emitentul, cat si specifici emitentului:

- Cadrul reglementat de desfasurare a activitatii emitentului;
- Expirarea termenelor contractelor de tranzit incheiate de emitent;
- Programul minimal de investitii impus emitentului prin acordul de concesiune;
- Diminuarea profitabilitatii emitentului in cazul in care costurile activitatii de transport depasesc costurile recunoscute de Autoritatea de Reglementare.

## 4. Evaluare Transgaz

### 4.1. Metoda multiplilor

Societatea are inca un nivel modest de profitabilitate in comparatie cu omologii sai din tarile dezvoltate ale Uniunii Europene, fiind afectata in principal de cheltuielile mari cu deprecierea activelor precum si de o dinamica agresiva a cheltuielilor cu mentenanta si transport (CAGR 07-09e: 40-50%) si a salariilor (CAGR 07-09e: 20%) – salariile fiind si cea mai mare componenta a cheltuielilor operationale ale companiei (cca 25% din total).

mIn EUR			P/E		EV/EBITDA		Marja EBITDA		Marja Neta	
Companie	Tara	Capitalizare	07e	08e	07e	08e	07e	08e	07e	08e
Transgaz	Romania	675	14.5	13.6	7.1	5.9	32.0%	32.0%	15.5%	14.0%
Enagas	Spania	4,679	20.6	18.1	10.5	10.5	73.0%	74.0%	27.0%	28.0%
Snam Rete	Italia	8,678	20.4	19.3	10.2	10.2	80.0%	81.0%	24.0%	25.0%
Fluxys	Belgia	1,736	21.4	21.9	10.6	10.7	40.0%	40.0%	19.0%	18.0%
<b>Medie*</b>			<b>20.8</b>	<b>19.8</b>	<b>10.4</b>	<b>10.5</b>	<b>64.3%</b>	<b>65.0%</b>	<b>23.3%</b>	<b>23.7%</b>
<b>discount vs medie</b>			<b>-30.3%</b>	<b>-31.2%</b>	<b>-31.9%</b>	<b>-43.6%</b>				

\* media este calculata pe baza multiplilor celor 3 companii europene considerate drept referinta  
Sursa: Vanguard Research

### Determinare pret tinta prin metoda multiplilor

multiplu relevant	valoare tinta	capitalizare tinta (mil RON)	pret/actiune (RON)	upside vs IPO
P/E 2007	20.8	3,244.8	275.6	44%
P/E 2008	19.8	3,301.0	280.4	46%
EV/EBITDA 07	10.4	3,262.7	277.1	44%
EV/EBITDA 08	10.5	3,880.5	329.6	72%
<b>medie</b>			<b>290.7</b>	<b>51%</b>

Sursa: Vanguard Research

Prin metoda multiplilor am determinat un pret de **290.7 RON/actiune**, cu 51% mai mare decat cel din oferta.

#### 4.2. Metoda Discounted Cash Flow (DCF)

In constructia proiectiilor principalelor elemente de cont de profit si pierdere, am considerat urmatoarele ipoteze:

- rata de crestere a veniturilor totale este de 8% in 2007, similara cu cea observata la 9 luni; pe perioada 2008-2012, rata medie de crestere a veniturilor companiei ar urma sa fie 12-12.5%, cu fluctuatii de la un an la altul in functie de factorii de risc enumerati mai sus in acest material;
- marjele de profit EBITDA vor oscila intre 32-34%, cele de profit din exploatare 16-17%, iar marja neta intre 14-15%; este posibil ca pe termen lung aceste rate sa fie chiar mai ridicate, in urma investitiilor care vor permite majorarea rentabilitatii activelor reglementate.

<i>mln RON</i>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
<b>Venituri totale</b>	774	781	935	1,009	1,190	1,286	1478.9	1656.4	1805.4
<i>crestere an/an</i>		1%	20%	8%	18%	8%	15%	12%	9%
<b>EBITDA</b>	314	299	342	323	381.0	437.0	495.4	554.9	604.8
<i>Marja EBITDA (%)</i>	41%	38%	37%	32%	32%	34%	34%	33.5%	34%
<b>EBIT</b>	160.0	138.0	176.0	161.0	190.6	231.2	258.8	281.6	306.9
<i>Marja EBIT (%)</i>	20.7%	17.7%	18.8%	16.0%	16.0%	18.0%	18%	17%	17%
<b>Profit net</b>	224.0	96.0	162.0	156.0	167.0	184.0	214.4	240.2	261.8
<i>crestere an/an</i>		-21%	69%	-4%	7%	10%	17%	12%	9%
<i>Marja profit net (%)</i>	26.8%	12.3%	17.3%	15.5%	14.0%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%

Sursa: Vanguard Research

In estimarea fluxurilor de numerar am considerat suplimentar urmatoarele:

- raportul intre variatia capitalului de lucru si cifra de afaceri este pe termen mediu de 7-8%;
- investitiile (CAPEX) au fost esalonate conform Prospectului de emisiune, fara a lua in calcul investitiile pentru proiectul Nabucco, datorita incertitudinilor mentionate mai sus in acest material.

Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) a fost estimat astfel:

- raportul tinta pe termen lung intre capitaluri proprii si datorii de 60 vs. 40%; acesta este un raport des intalnit pentru companii de utilitati, incluzand aici Transelectrica;
- costul capitalului propriu (k) de 12%, respectiv costul datoriilor net de impozite si taxe de 5%; mentionam ca datoriile actuale pe termen lung ale Transgaz genereaza dobanzi de circa 6-6.5%.

Astfel, WACC considerat in scenariul de baza este 9.2%

### Fluxuri de numerar

<i>mln RON</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007e</i>	<i>2008e</i>	<i>2009e</i>	<i>2010e</i>	<i>2011e</i>	<i>2012e</i>
EBIT(1-t)	119	151	138	164	199	223	242	264
+Depreciere	161	166	162	190	206	237	273	298
(-)variatie capital de lucru	78	-15	81	95	96	111	124	126
(-)var cap lucru/CA	10.0%	-1.6%	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%
<b>Cash-flow operational</b>	<b>202</b>	<b>332</b>	<b>220</b>	<b>259</b>	<b>308</b>	<b>348</b>	<b>391</b>	<b>435</b>
Cash-flow op/cifra de afaceri	25.8%	35.5%	21.8%	21.8%	24.0%	23.6%	23.6%	24.1%
<b>CAPEX</b>			<b>181</b>	<b>274</b>	<b>185</b>	<b>207</b>	<b>178</b>	<b>160</b>
<b>FCFF</b>	<b>202</b>	<b>332</b>	<b>39</b>	<b>(15)</b>	<b>123</b>	<b>141</b>	<b>213</b>	<b>275</b>
<i>PV of FCFF</i>			<b>39</b>	<b>-14</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>150</b>	<b>177</b>
<b>Terminal Value (g=2%)</b>								3894
<i>PV of TV</i>								<b>2506</b>

Sursa: Vanguard Research

EV (mln RON)	3069.8
Datorie neta purtatoare de dob (mln RON)	117
<b>Capitalizare tinta (mln RON)</b>	<b>2952.8</b>
<b>pret/actiune (RON)</b>	<b>250.8</b>
<b>upside (%)</b>	<b>31%</b>

Sursa: Vanguard Research

Evaluarea prin metoda DCF a condus asadar la un pret tinta de **250.8 RON/actiune**, cu 31% mai mult decat cel din oferta.

In analiza de senzitivitate am considerat K=13% vs. 12% din scenariul de baza, iar rata de crestere pe termen lung de 1.5%, respectiv 2.5% vs. 2% in scenariul de baza. In toate cazurile preturile estimate s-au situat peste nivelul celui din IPO.

	<b>g=1.5%</b>	<b>g=2%</b>	<b>g=2.5%</b>
k=13%	215.8	228.2	242.0
k=12%	236.0	250.8	268.0

Sursa: Vanguard Research

## **5. Recomandare - Subscriere**

Efectuand media intre cele doua metode folosite, ajungem la un pret tinta de **270.7 RON/actiune (+41% vs. oferta)** pentru actiunile Transgaz

Recomandam subscrierea in oferta, in conditiile in care randamentul poate fi valorificat si prin tranzactionarea drepturilor de alocare inainte de intrarea efectiva la cota a actiunilor.

### **Disclaimer:**

*Acest raport a fost realizat de Departamentul de Research al Vanguard SA in baza informatiilor disponibile publicului larg, datelor publicate de companii si estimarilor generate intern precum si a altor surse considerate a fi de incredere. Vanguard SA nu isi asuma responsabilitatea privind acuratetea, completitudinea, corectitudinea, confirmarea ipotezelor prezentate sau realizarea unor castiguri previzionate. Informatiile cuprinse in acest raport se pot modifica fara o notificare prealabila. Remunerarea autorilor acestui raport nu este legata in nici un fel de tipul opiniilor / recomandarilor prezentate. Nici unul dintre autori, nici Vanguard SA nu au un interes financiar semnificativ in legatura cu vreunul dintre simbolurile enumerate. Orice utilizare publica a informatiilor din acest raport este permisa numai cu mentionarea sursei. Rapoartele realizate de Vanguard sunt disponibile pe site-ul [http//.www.vanguard.ro](http://.www.vanguard.ro)*

**23 noiembrie 2007**

Research Department [research@vanguard.ro](mailto:research@vanguard.ro)

Robert Stefan [rstefan@vanguard.ro](mailto:rstefan@vanguard.ro)

Magda Sirghe [msirghe@vanguard.ro](mailto:msirghe@vanguard.ro)

Cristian Tudorescu [ctudorescu@vanguard.ro](mailto:ctudorescu@vanguard.ro)

## Termeni si abrevieri in acest material:

<b>EBITDA</b>	– profit inainte de amortizare, dobanzi si impozitare; estimat ca profit din exploatare + amortizare
<b>EBIT</b>	– profit inainte de plata a dobanzilor si impozitare; similar profitului din exploatare
<b>Variatia capitalului de lucru (engl. Net working capital, NWC)</b>	– diferenta intre variatia creantelor, stocurilor si variatia datoriilor din exploatare
<b>Cash-flow operational (CFO)</b>	– flux de numerar operational
<b>CAPEX</b>	– investitii viitoare pentru extindere sau inlocuire a utilajelor folosite
<b>Free cash-flow to the firm (FCFF)</b>	numerar generat de firma si la dispozitia firmei; se calculeaza ca diferenta intre cash-flow-ul operational si investitiile efectuate $FCFF = CFO - CAPEX$
<b>WACC</b>	– costul mediu ponderat al resurselor atrase (capitaluri proprii si datorii, la valori de piata)
<b>Present Value (PV)</b>	– valoare adusa in prezent
<b>Terminal Value (TV)</b>	– valoarea fluxurilor viitoare ale companiei, de la finalul orizontului de estimare catre infinit; de regula se estimeaza prin formula $TV = FCFF(1+g)/(WACC-g)$ unde g este rata de crestere pe termen lung
<b>Metoda Discounted Cash-Flows (DCF)</b>	– metoda de estimare a valorii intreprinderii (EV) ca suma a valorilor prezente ale cash-flow-urilor (FCFF)
<b>Enterprise Value (EV)</b>	– valoarea intreprinderii, suma valorilor de piata a activelor implicate in operatiunile curente; nu include active care nu sunt utilizate in activitatea curenta (ex. terenuri neutilizate, cladiri neutilizate, participatii in alte companii etc)
	modalitati estimare EV: <ul style="list-style-type: none"><li>- proiectand cash-flow-urile companiei pe termen lung (metoda DCF)</li><li>- pornind de la valori de piata: capitalizarea de piata (Mkt Cap) + datorie neta (Net debt) in valori de piata</li></ul>
<b>Compounded annual growth rate (CAGR)</b>	– rata compusa de crestere anuala