

# CNTEE TRANSELECTRICA

*- aspecte fundamentale -*

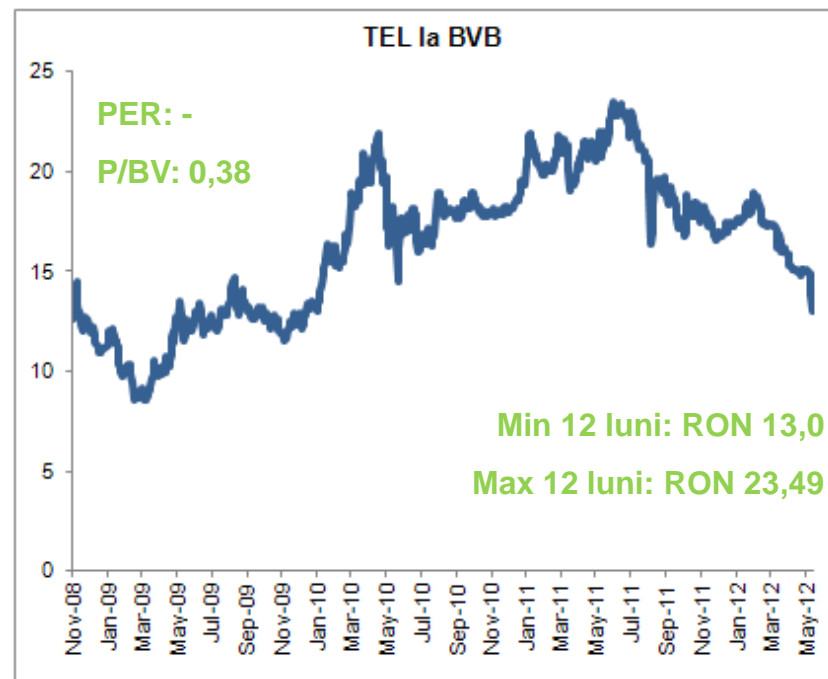
Dr. Andrei RĂDULESCU

14 Mai 2012

# OVERVIEW

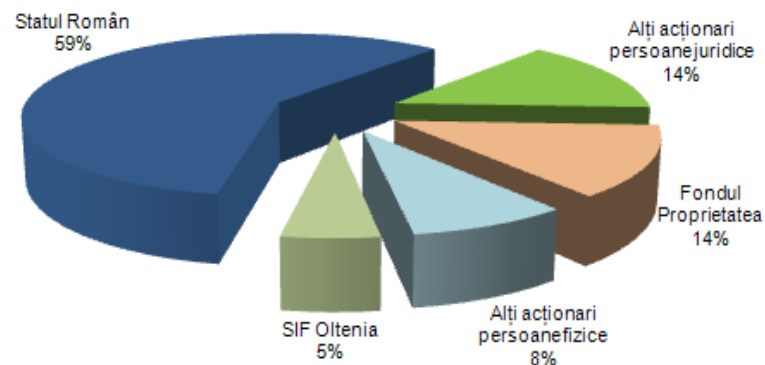
## TEL

- Preț piață: 13 RON
- Preț țintă 12 luni: 15,45 RON
- Recomandare: MENȚINERE
- Potențial termen scurt: (11,47 – 18,31) RON
- Capitalizare: 952 940 846 RON



- TEL – monopol de stat – operatorul de transport al Sistemului Electroenergetic Național (SEN);
- Activități principale: conducerea tehnică și operativă a SEN; exploatarea și întreținerea activelor Rețelei Electrice de Transport (RET); planificarea SEN și dezvoltarea (RET); administrației pieței interne a energiei electrice; managementul interconexiunilor și tranzitul de electricitate;
- TEL deține 6 filiale: Smart, Opcom, Teletrans, Icemenerg, Formenerg și Icemenerg Service;
- Activitate reglementată de ANRE;
- AGA din aprilie a aprobat: situațiile financiare, Raportul CA și Raportul de Audit pentru 2011 și acordarea unui dividend brut de 1,1 RON/acțiune.

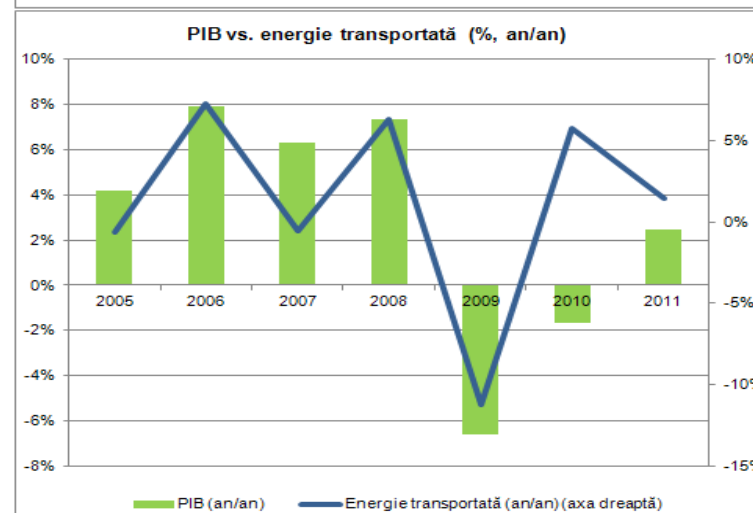
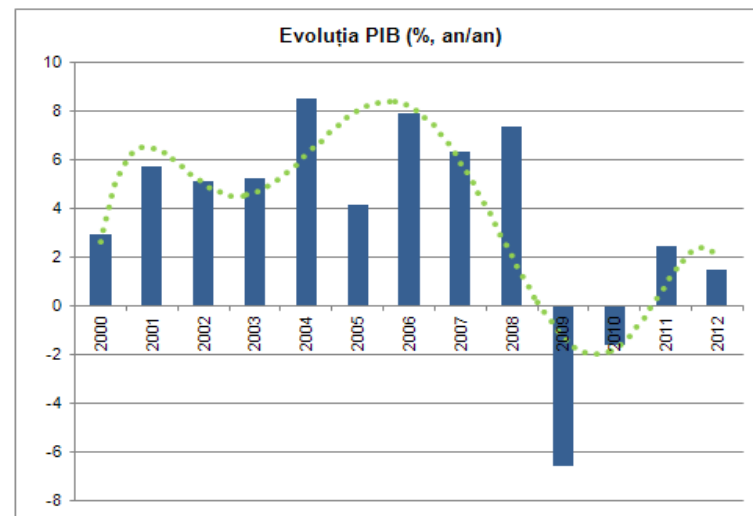
Structura acționariatului  
(aprilie 2012)



- În urma derulării SPO (oferta publică secundară) Statul Român și-a redus participația la TEL la 59%; Fondul Proprietatea deține aproximativ 14%, în timp ce SIF Oltenia are o participație de 5%.

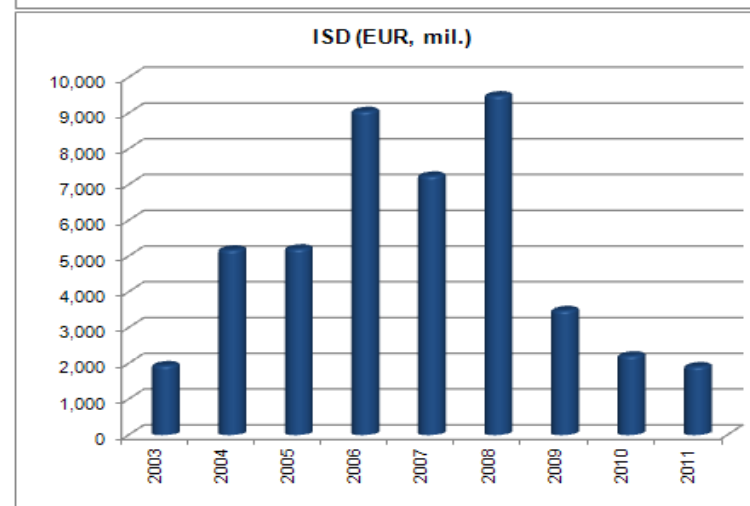
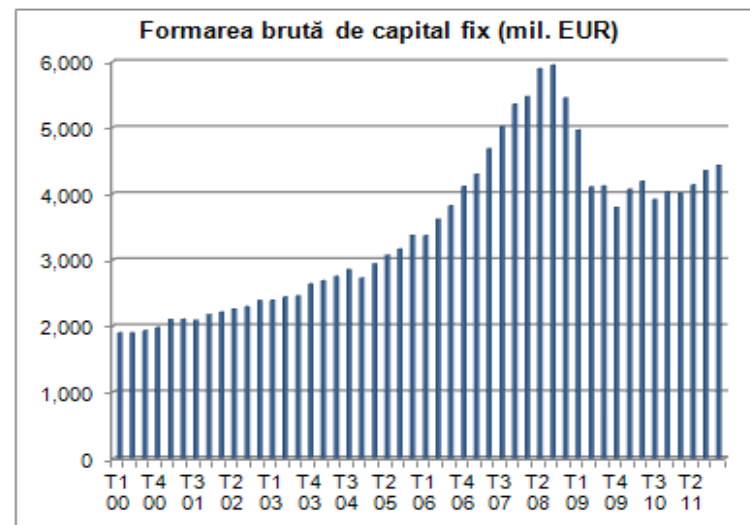
# PERSPECTIVE SECTORIALE I

- Cererea de energie electrică este dependentă în primul rând de climatul macroeconomic;
- România – o mică economie (PIB de aproximativ 135 mld. euro), cu un grad ridicat de deschidere (circa 75%), a cărei evoluție este dependentă în principal de climatul economic din Europa (Zona Euro – principalul partener economic);
- Consumatorii non-casnici contribuie cu aproximativ 65% la consumul de energie electrică pe plan intern.



# PERSPECTIVE SECTORIALE II

- În prezent, economia internă se confruntă cu al II-lea val de recesiune de la declanșarea crizei economico-financiare mondiale; declinul investițiilor și deprecierea capitalului uman au determinat scăderea potențialului economic (la sub 2%, față de peste 4% în 2007);
- PIB s-a contractat pentru al doilea trimestru consecutiv în T1, cu 0,1% q/q;
- Pe termen scurt se mențin perspective predominant nefavorabile pentru economia internă, cu impact nefavorabil pentru cererea de energie electrică (de altfel, cantitatea transportată de energie a scăzut cu circa 7% an/an în T1);
- Pe termen mediu previzionez o evoluție a cererii reale de transport de energie electrică la un ritm mediu anual de aproximativ 2%.



# REZULTATE FINANCIARE T1 I

- În T1 cifra de afaceri s-a majorat cu 18% an/an, evoluție determinată de avansul veniturilor din servicii pe piața de echilibrare (creștere cu 312% an/an, care a contrabalansat declinul serviciilor de sistem (tehnologice) și al celor din serviciul de transport);
- Cheltuielile din exploatare s-au majorat cu 35% an/an, pe fondul evoluției cheltuielilor materiale (42% an/an) și a altor cheltuieli de exploatare (23% an/an); de asemenea, cheltuielile cu personal au crescut cu 14% an/an;
- Prin urmare, rezultatul din exploatare s-a contractat cu 52% an/an, la 72 mil. RON.
- Din operațiuni financiare societatea a înregistrat un rezultat negativ (14 mil. RON), pe fondul deprecierei monedei naționale.

Rezultate financiare										
Indicator / perioadă	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	T1 12	
<b>Cifra de afaceri</b>	696	527	592	731	751	591	614	1,157	884	
Venituri din vânzarea mărfurilor	0	0	0	0	0	0	2	2	3	
Alte venituri din exploatare	5	12	11	9	7	9	11	11	7	
<b>Venituri din exploatare</b>	<b>701</b>	<b>539</b>	<b>603</b>	<b>741</b>	<b>758</b>	<b>600</b>	<b>625</b>	<b>1,169</b>	<b>891</b>	
Cheltuieli cu mărfurile	0	0	0	0	0	0	1	1	1	
Cheltuieli materiale	500	416	403	473	459	385	418	910	653	
Cheltuieli cu energia și apa	4	4	3	5	4	4	4	7	5	
Alte cheltuieli de exploatare	44	55	54	76	36	57	70	177	44	
Cheltuieli cu personalul	35	36	35	37	35	39	40	39	40	
Cheltuieli cu amortizare	65	65	67	126	73	69	75	90	78	
<b>Cheltuieli exploatare total</b>	<b>648</b>	<b>575</b>	<b>563</b>	<b>718</b>	<b>607</b>	<b>553</b>	<b>607</b>	<b>1,225</b>	<b>820</b>	
<b>Rezultat din exploatare</b>	<b>53</b>	<b>-36</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>151</b>	<b>47</b>	<b>18</b>	<b>-56</b>	<b>72</b>	
Venituri financiare	32	6	52	7	54	30	12	25	9	
Cheltuieli financiare	12	100	19	22	9	58	58	29	23	
din care chelt. cu dobânzi	3	12	8	8	8	9	9	10	9	
<b>Rezultat financiar</b>	<b>19</b>	<b>-93</b>	<b>33</b>	<b>-15</b>	<b>45</b>	<b>-27</b>	<b>-46</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	
<b>Profit brut</b>	<b>72</b>	<b>-130</b>	<b>72</b>	<b>8</b>	<b>196</b>	<b>20</b>	<b>-28</b>	<b>-60</b>	<b>57</b>	
Impozit pe profit	22	-22	9	3	35	2	-3	2	13	
<b>Profit net</b>	<b>50</b>	<b>-109</b>	<b>63</b>	<b>4</b>	<b>161</b>	<b>18</b>	<b>-25</b>	<b>-63</b>	<b>44</b>	

Sursă: Raportări Financiare Transelectrica

- Astfel, compania a înregistrat un profit net de 44 mil. RON, în scădere cu 73% an/an.



# EVALUARE COMPARATIVĂ

- Pentru analiza comparativă am selectat companii din sectorul utilităţi listate la bursele de valori din Europa (Germania, Franţa, Italia, Spania, Cehia).
- În ultimele 12 luni TEL a înregistrat pierderi (cumulat), prin urmare nu putem realiza analiza comparativă din punct de vedere al indicatorului PER (putem utiliza un PER forward, considerând previziunile cu privire la evoluţia rezultatelor pe anul curent – acesta ar fi 5,73, inferior mediei companiilor analizate);
- Din punct de vedere al indicatorul P/BV, TEL este subevaluată (nivel de 0,4 – inferior mediei companiilor din analiză).
- Compania este subevaluată şi din punct de vedere al indicatorului P/Sales (nivel de 0,3 – inferior mediei companiilor incluse în analiză).

Analiza Comparativă			
Indicator / compani	PER	P/BV	P/Sales
E.On (De)	-	0.8	0.2
RWE (De)	9.5	1.3	0.4
EDF (Fr)	10.0	1.0	0.5
Enel (It)	5.6	0.6	0.3
Iberdrola (Es)	7.5	0.6	0.7
CEZ (Cz)	9.4	1.7	1.9
Transgaz (Ro)	6.4	0.7	1.7
<b>Medie</b>	<b>8.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
<b>Transelectrica (Ro)</b>	<b>-</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>
<i>Industrie I (Reuters)</i>	<i>17.8</i>	<i>1.9</i>	<i>1.2</i>
<i>Industrie II (Reuters)</i>	<i>24.4</i>	<i>0.5</i>	<i>1.9</i>
<i>Sector (Reuters)</i>	<i>23.3</i>	<i>0.5</i>	<i>1.8</i>

Sursă: Reuters, Raportări Financiare Companii, mai 2012

# EVALUARE DCF

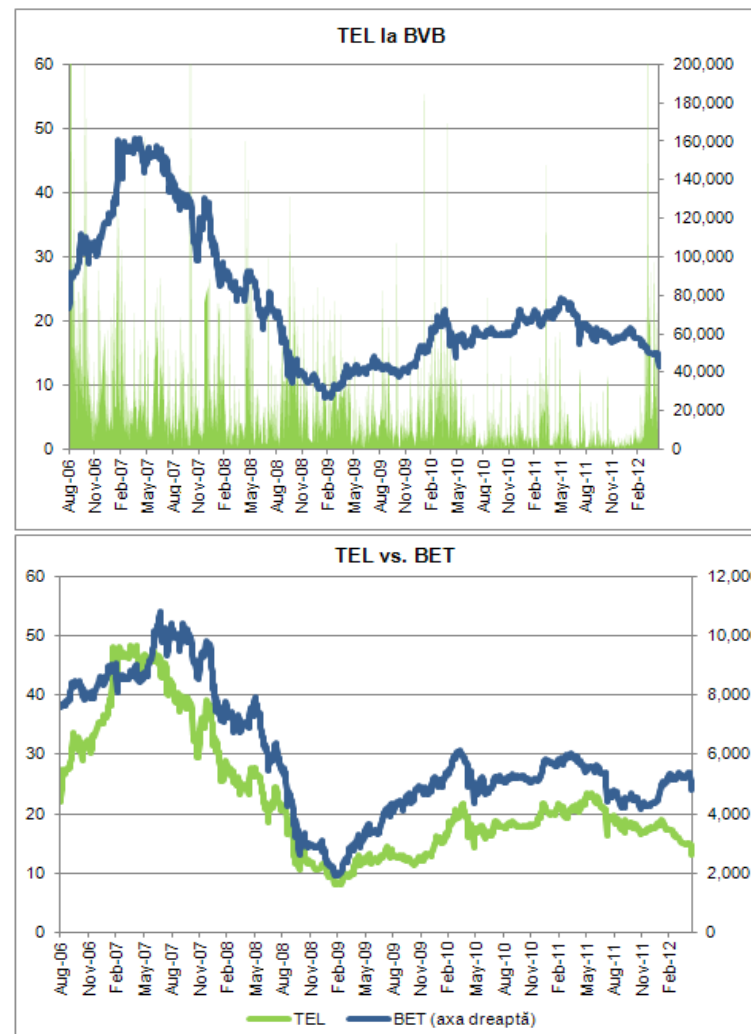
- Tabelul alăturat prezintă proiecția fluxurilor de numerar către firmă (scenariul central) pentru perioada 2012-2016);
- Principalele ipoteze ale scenariului central:
  - Evoluția cifrei de afaceri la un ritm mediu anual de 7,3%;
  - Un nivel mediu anual al marjei EBIT de 7,6%;
  - O rată de creștere a profitului pe termen lung de 3%;
  - Un cost mediu ponderat al capitalului de aproximativ 12,55%;
  - Prețul țintă determinat prin metoda DCF este 11,47 RON.

Indicator / an	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	198	218	250	322	281
EBIT net	166	183	210	270	236
Capex-amortizare	117	86	34	75	50
Variația capitalului de lucru	-63	-29	-89	-66	25
<b>FCFF</b>	<b>111</b>	<b>126</b>	<b>266</b>	<b>261</b>	<b>161</b>



# EVOLUȚIE BURSIERĂ

- Listată la Bursa de Valori București din 2006, Categoria I;
- Inclusă în indicii bursieri BET, BET-C, BET-XT, BET-NG și ROTX.



# CONCLUZII

- Prețul țintă pentru următoarele 12 luni pentru titlurile TEL este 15,45 RON; prețul țintă a fost determinat prin ponderarea rezultatelor din analizele DCF (pondere de 70%) și comparativă (pondere egală de 10% pentru fiecare din indicatorii PER, P/BV, P/Sales); pentru analiza PER am utilizat indicatorul PER Forward (calculat pe baza previziunilor pentru 2012, din scenariul central DCF);
- Rezultatele la 3 luni s-au situat în linie cu estimările din scenariul DCF din martie, declinul veniturilor din servicii de transport (determinat de scăderea volumul de energie transportat cu 6,9% an/an) și al celor din servicii de sistem tehnologice fiind contrabalansat de evoluția veniturilor din servicii pe piața de echilibrare; prin urmare, am menținut scenariul central de previziune, dar am incorporat modificările intervenite la nivelul bilanțului (bilanțul final la finele lui decembrie 2011 și la finele lunii martie 2012) (cu impact asupra variației capitalului de lucru) și am actualizat scenariul macroeconomic;
- Atrag atenția cu privire la riscurile macro-financiare externe, dar și la incertitudinile de pe plan intern (inclusiv cele referitoare la anul electoral 2012), cu impact asupra concretizării scenariului central de previziune DCF;
- Având în vedere cele menționate mai sus nu modific recomandarea de menținere.
- Într-un scenariu macro-bursier nefavorabil titlurile TEL ar putea să scadă la 11,47 RON.

**VĂ MULȚUMESC!**