

Swiss Capital

20 ianuarie 2016

CONPET

Printre cele mai performante dividende de pe piața BSE

Ne actualizăm opinia privind Conpet (COTE) cu o recomandare de CUMPĂRARE și un preț țintă de 94,51 RON per acțiune, prezentând un potențial de creștere de 21%.

* **9% DIVY.** Pentru 2015, observăm creșterea profitului net al Conpet la 11% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 57m RON, ca urmare a veniturilor crescute din import și costurilor reduce aferente transportului feroviar al țițeiului brut. La o rată de plată a dividendelor de 100%, ne așteptăm la DPS aferent exercițiului financiar 2015 de 6,6, RON, implicând un randament al dividendului (DIVY) de 9%. În ciuda veniturilor reduce din transport (-1,3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), pentru 2016 observăm un rezultat de 60m RON (+6% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), susținut de costurile reduce de transport feroviar al țițeiului brut (-20% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 47m RON).

* **Tarifele pentru transportul intern s-ar putea majora cu 1,4% pentru 2016, în timp ce tarifele de import s-ar putea majora cu cel puțin 3%, compensând parțial reducerea volumelor interne contractate de OMV Petrom.** Tariful mediu intern s-ar putea majora cu 1,41% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior și a fost stabilit prin luarea în considerare a unei scăderi de 9% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior a volumelor transportate (3,6mt în 2016), astfel cum s-a confirmat prin contractul pe un an semnat între Conpet și OMV Petrom (SNP) la 287m RON (-8% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior). Astfel, am redus în consecință volumele estimate, însemnând că veniturile interne s-ar putea reduce cu 5% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 286m RON. Tariful mediu de import s-ar putea majora cu 3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior pentru rafinăriile Petrotel și Petrobraz și cu 17% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior pentru rafinăria Petromidia. În baza contractului pe un an semnat între Conpet și Lukoil la 67m RON (+57% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), volumele transportate ar putea înregistra o creștere bruscă de 13% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 2,5mt. Cu toate acestea, nu ne așteptăm ca acest nivel să fie atins deoarece ar însemna că în anul 2016, Lukoil ar opera la capacitate maximă. Considerăm că în anul 2016 Lukoil și OMV Petrom vor menține puterea rafinăriilor la același nivel ca și în anul 2015, OMV Petrom procesând întreaga producție proprie de țiței brut, iar diferența fiind acoperită din importuri. În consecință, ne așteptăm ca veniturile din import să crească cu 15% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 76m RON.

* **Riscul de diluție.** În perioada 2001-2005, Conpet a primit 47 de certificate de proprietate pentru terenuri care în acel moment au fost evaluate la 26m RON. Conpet trebuia să majoreze capitalul social al societății cu valoarea valabilă la data obținerii certificatelor de proprietate. Cu toate acestea, societatea nu a majorat capitalul social deoarece ANRM a ridicat pretenții cu privire la aceste terenuri. În anul 2013 Curtea de Conturi a decis că până la data de 31.10.2013 Conpet avea obligația să majoreze capitalul social al societății cu valoarea terenurilor și în conformitate cu HG 107/2008 terenurile sunt evaluate la valoarea de piață în baza unui raport de evaluare întocmit de un evaluator autorizat. Darian DRS SA, societatea care a întocmit raportul, a stabilit valoarea acelor terenuri la 12,6m RON. Presupunând majorarea capitalului social cu 12,6m RON, acționarii minoritari vor trebui să participe la majorarea capitalului social prin intermediul unei contribuții în numerar de 9m RON. În caz contrar, participarea acționarilor minoritari s-ar putea reduce la 29% de la 41% în prezent.

România
Transport prin conducte

CUMPĂRARE

BQ: COTE RO

CUMPĂRARE

Ultima închidere **RON 78.00**

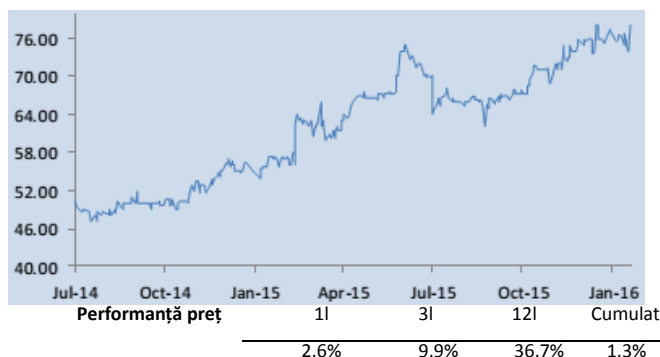
Preț țintă **RON 94.51**

Creștere/scădere **21%**

Capitalizare bursieră (m) **RON 675** **149 €**

	2014A	2015F	2016F	2017F
Multipli de tranzacționare				
P/E	13.1	11.8	11.2	11.5
P/B	0,9	0,9	0,9	0.8
EV/EBITDA	3.3	2.6	2.3	2.1
DIVY	8%	8%	9%	9%
Date per acțiune (RON)				
EPS	5.9	6.6	7.0	6.8
BVPS	83.6	87.6	91.3	94.5
DPS	5.9	6.6	7.0	6.8
Sumar profit și pierdere (RONm)*				
Venituri din vânzări	375.0	371.9	367.0	367.8
Cheltuieli de exploatare	348.2	338.1	327.0	329.8
EBITDA	101.3	112.8	115.8	113.7
EBIT	54.8	64.1	69.5	67.6
EBT	64.5	69.8	75.6	73.5
Profit net	51.4	57.1	60.5	58.8
Sumar bilanț contabil (RONm)*				
Numerar și echivalente de numerar	343.0	380.6	412.6	433.5
Total active	805.0	829.1	865.8	893.8
Total datorii	0.0	0.0	0.0	0.0
Total pasive	56.9	48.6	52.5	52.0
Capital propriu	723.4	758.2	790.8	818.3
Marje și rapoarte				
Marja EBITDA	27%	30%	32%	31%
Marja EBIT	15%	17%	19%	18%
Marja profitului net	14%	15%	16%	16%

*IFRS



Swiss Capital face și încearcă să facă afaceri cu societăți care apar în rapoartele sale de cercetare. Prin urmare, investitorii ar trebui să fie conștienți de faptul că firma ar putea avea un conflict de interese care ar putea afecta obiectivitatea acestui raport. Investitorii ar trebui să considere acest raport ca fiind doar unul dintre factorii de care trebuie să țină cont în luarea deciziilor de investiții.

Pentru certificarea analizelor și alte informații consultați secțiunea Informații de la sfârșitul acestui raport.



Caz de investiție

Ne actualizăm opinia privind Conpet (COTE) cu o recomandare de **CUMPĂRARE** și un **preț țintă de 94,51 RON per acțiune**, prezentând un potențial de creștere de 21%. Am utilizat un model DCF cu o perioadă de previzionare explicită de 5 ani, după care se va aplica un flux de numerar liber terminal cu o creștere perpetuă de 1%.

9% DIVY. Pentru 2015, observăm creșterea profitului net al Conpet la 11% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 57m RON, ca urmare a veniturilor crescute din import și costurilor reduse aferente transportului feroviar al țițeiului brut. La o rată de plată a dividendelor de 100%, ne așteptăm la DPS aferent exercițiului financiar 2015 de 6,6 RON, implicând un randament al dividendului (DIVY) de 9%. În ciuda veniturilor reduse din transport (-1,3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), pentru 2016 observăm un rezultat de 60m RON (+6% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), susținut de costurile reduse de transport feroviar al țițeiului brut (-20% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 47m RON).

Tarifele pentru transportul intern s-ar putea majora cu 1,4% pentru 2016, în timp ce tarifele de import s-ar putea majora cu cel puțin 3%, compensând parțial reducerea volumelor interne contractate de OMV Petrom. ANRM a publicat recent un proiect de propunere cu privire la tarifele de transport țiței brut care ar putea fi aplicate în 2016. Tariful mediu intern s-ar putea majora cu 1,41% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior și a fost stabilit prin luarea în considerare a unei scăderi de 9% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior a volumelor transportate (3.6mt în 2016), astfel cum s-a confirmat prin contractul pe un an semnat între Conpet și OMV Petrom (SNP) la 287m RON (-8% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior). Astfel, am redus în consecință volumele estimate, însemnând că veniturile interne s-ar putea reduce cu 5% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 286m RON. Tariful mediu de import s-ar putea majora cu 3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior pentru rafinăriile Petrotel și Petrobrazii și cu 17% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior pentru rafinăria Petromidia. În baza contractului pe un an semnat între Conpet și Lukoil la 67m RON (+57% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), volumele transportate ar putea înregistra o creștere bruscă de 13% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 2,5mt. Cu toate acestea, nu ne așteptăm ca acest nivel să fie atins deoarece ar însemna că în anul 2016 Lukoil ar opera la capacitate maximă. Considerăm că în anul 2016 Lukoil și OMV Petrom vor menține puterea rafinăriilor la același nivel ca și în anul 2015, OMV Petrom procesând întreaga producție proprie de țiței brut, iar diferența fiind acoperită din importuri. În consecință, ne așteptăm ca veniturile din import să crească cu 15% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 76m RON.

Riscul de diluție. În perioada 2001-2005, Conpet a primit 47 de certificate de proprietate pentru terenuri cu o suprafață totală de 554.537 mp, care în acel moment au fost evaluate la 26m RON. Conpet trebuia să majoreze capitalul social al societății cu valoarea valabilă la data obținerii certificatelor de proprietate. Cu toate acestea, societatea nu a majorat capitalul social deoarece ANRM a ridicat pretenții cu privire la aceste terenuri. În anul 2013 Curtea de Conturi a decis că până la data de 31.10.2013 Conpet avea obligația să majoreze capitalul social al societății cu valoarea terenurilor și în conformitate cu HG 107/2008 terenurile sunt evaluate la valoarea de piață în baza unui raport de evaluare întocmit de un evaluator autorizat. Darian DRS SA, societatea care a întocmit raportul, a stabilit valoarea acelor terenuri la 12,6m RON. Presupunând majorarea capitalului social cu 12,6m RON, acționarii minoritari vor trebui să participe la majorarea capitalului social prin intermediul unei contribuții în numerar de 9m RON. În caz contrar, participația acționarilor minoritari s-ar putea reduce la 29% de la 41% în prezent.



**Profit net ajutat de creșterea
veniturilor de transport
importuri**

Rezultate pe 9L'15

P&P (IFRS)

(RONm)	T3'14	T3'15A	de la an la an	9L'14	9L'15A	de la an la an
Venituri din vânzări, din care	95.8	97.2	1%	282.0	285.7	1%
Venituri transport intern țitei brut	78.2	75.7	-3%	237.2	232.6	-2%
Venituri transport țitei brut din import	17.1	20.7	21%	43.4	51.2	18%
Venituri din cota de modernizare	6.6	7.4	13%	18.9	21.5	14%
Venituri de exploatare	102.8	105.2	2%	302.3	308.5	2%
Cheltuieli cu personalul	24.3	26.0	7%	72.2	79.0	9%
D&A	11.3	12.1	8%	35.2	36.3	3%
Cheltuieli cu serviciile externe, din care	29.9	27.4	-8%	88.7	81.2	-8%
Transport feroviar țitei brut	19.8	12.5	-37%	59.6	46.8	-22%
Alte servicii ale terților	1.7	6.2	274%	4.9	9.9	101%
Alte cheltuieli, din care	15.6	17.9	15%	46.5	49.3	6%
Cota cheltuielilor de modernizare	14.6	15.7	7%	43.4	44.7	3%
Alte cheltuieli operaționale	1.0	2.2	127%	3.1	4.6	49%
Ajustări provizioane	(0.3)	(1.0)	187%	(4.7)	(7.8)	65%
Cheltuieli de exploatare	84.5	85.6	1%	251.2	250.5	0%
EBITDA	29.6	31.7	7%	86.2	94.3	9%
Marja EBITDA	31%	33%		31%	33%	
EBIT	18.3	19.6	7%	51.1	58.0	14%
Marja EBIT	19%	20%		18%	20%	
Rezultat financiar	2.5	1.2	-51%	7.2	4.5	-37%
EBT	20.9	20.8	0%	58.2	62.5	7%
Marja EBT	22%	21%		21%	22%	
Profit net	17.0	16.9	0%	48.0	52.0	8%
Marja profitului net	18%	17%		17%	18%	

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital

Profit net ajutat de creșterea veniturilor de transport importuri. La 9L'15, profitul net al COTE s-a majorat cu 8% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 52m RON în baza veniturilor majorate din transportul importurilor.

Veniturile totale din transport au crescut cu 1% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 284m RON. Veniturile din sub-sistemul importului au crescut brusc cu 18% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 51m RON, în baza volumelor crescute (+22% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 2,4mt) și tarifelor medii (+10% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, pentru rafinăriile Petrotel și Petrobrazi și +21% pentru rafinăria Petromidia). Cu toate acestea, veniturile din sub-sistemul intern au scăzut cu 2% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 233m RON ca urmare a reducerii volumelor interne de 2,9mt (-2% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior) și tarifului fix comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. La 9L'15, volumul total de țitei brut transportat a fost de 5,3mt (+8% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior).

OPEX au rămas neschimbate comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 250m RON. Costurile de transport feroviar de țitei brut au scăzut brusc cu 22% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 47m RON deoarece în aprilie 2015 Conpet a semnat un contract pe 4 ani cu CFR Marfă, în valoare de 255m RON (56m Euro), ceea ce înseamnă un cost de 46,9 RON/tonă față de 71,6RON/tonă realizat în 2014. De asemenea, cheltuielile de exploatare pe 9L'15 au suferit un impact pozitiv prin inversarea provizioanelor de 7,8m EON (+65% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), în principal în legătură cu beneficiile angajaților. Cu toate acestea, costurile cu personalul au crescut cu 9% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 79m RON, deoarece beneficiile personalului au crescut de peste două ori comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 7.5m RON (față de 3.4m RON la 9L'14). De asemenea, cheltuielile de terții s-au dublat comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 10m RON, în timp ce alte costuri de exploatare au crescut brusc cu 49% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 4.6m RON. Astfel, EBIT la 9L'15 a crescut cu 14% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 58m RON.

Rezultatul financiar afectat de ratele reduse ale dobânzii. Rezultatul financiar al COTE a crescut brusc cu 37% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 4.5m RON, în baza mediului ratelor scăzute ale dobânzii.



Ipoteze cheie DCF

La sfârșitul lunii decembrie 2015, ANRM a publicat un proiect de propunere cu privire la tarifele de transport țitei brut care ar putea fi aplicate în 2016.

Tarifele pentru transportul intern s-ar putea majora cu 1,4% pentru 2016, în timp ce tarifele de import s-ar putea majora cu cel puțin 3%, compensând parțial reducerea volumelor interne contractate de OMV și Petrom

Tariful mediu intern s-ar putea majora cu 1,41% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, ușor sub serviciile CPI înregistrate în perioada decembrie 2014 - septembrie 2015, de 1,7%. Tariful a fost stabilit prin luarea în considerare a unei scăderi, comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, de 9% a volumelor transportate (3,6mt în 2016 comparativ cu 4mt în 2015), conform confirmării de către contractul pe un an semnat între Conpet și OMV Petrom (SNP), în valoare de 287m RON (-8% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior). Astfel, pentru 2016 am redus volumele estimate în consecință și, pe viitor, observăm o reducere cu 3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 3,3mt în medie (o scădere de la valoarea anterioară de 3,8mt) deoarece reprezentanții SNP au afirmat că producția pe termen mediu de hidrocarburi ar putea scădea cu până la 4% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, ca urmare a reducerii CAPEX. În consecință, am redus estimările privind veniturile din transportul intern de țitei brut la 286m RON în 2016 (-5% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, și 7% sub estimarea noastră inițială) și la o valoare medie viitoare de 280m RON (de la valoarea anterioară de 307m RON), în baza ipotezei tarifelor ajustate cu inflația anuală.

Tariful mediu de import s-ar putea majora cu 3% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior pentru rafinăriile Petrotel și Petrobraz și cu 17% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior pentru rafinăria Petromidia. În baza contractului pe un an semnat între Conpet și Lukoil la 67m RON (+57% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior), volumele transportate ar putea înregistra o creștere bruscă de 13% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 2,5mt. Cu toate acestea, nu ne așteptăm ca acest nivel să fie atins deoarece ar însemna că în anul 2016 Lukoil ar opera la capacitate maximă. Rețineți că în temeiul acordului contractual actual, Lukoil nu ar fi penalizată de Conpet în cazul în care volumele efectiv transportate ar fi cu până la 10% mai scăzute decât cantitățile pentru care a fost semnat contractul. Pentru perioada explicit previzionată am presupus o capacitate a Petrotel de 2,3mt, ceea ce înseamnă o rată de utilizare a capacității de 91%. De asemenea, capacitatea

Conpet: Venituri și volume estimative din transport

		2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Venituri din transport, din care	RONm	372.95	369.32	364.52	365.25	368.57	371.29	370.86
	m tone	6.63	6.79	6.52	6.52	6.52	6.52	6.42
Transport intern țitei brut	RONm	311.32	300.88	286.41	282.82	281.20	279.03	276.62
	m tone	3.96	3.83	3.60	3.49	3.38	3.28	3.18
Transport țitei brut din import	RONm m tone	56.61	66.36	76.03	80.35	85.30	90.18	92.16
		2.67	2.97	2.93	3.03	3.14	3.24	3.24

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital

OPEX se vor reduce în 2015 și 2016 ca urmare a reducerii cheltuielilor de transport feroviar al țiteiului brut

Ne așteptăm la o scădere a OPEX cu 3% în 2015 și 2016, la 338m RON și respectiv 327m RON, în baza cheltuielilor reduse cu transportul feroviar al țiteiului brut. Cu privire la restul perioadei explicite previzionate, ne așteptăm ca OPEX să se stabilizeze și să rămână relativ constante. Am redus estimarea cheltuielilor de transport feroviar al țiteiului brut pentru 2015 la

totală pentru rafinăria Petrobraz este considerată la nivelul anului 2015 (4mt) cu procesarea de către OMV Petrom a întregii producții proprii de țitei brut, diferența fiind acoperită din importuri. Astfel, am redus estimarea privind veniturile din import la 76m RON în 2016 (+15% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior și 25% peste estimarea noastră inițială) și la o medie viitoare de 87m RON (comparativ cu valoarea anterioară de 63m RON).



59m RON (de la valoarea anterioară de 76m RON) și la o medie viitoare de 45m RON pe an (de la valoarea anterioară de 76m RON). În aprilie 2015, Conpet a semnat un contract pe 4 ani cu CFR Marfă pentru transportul feroviar a 5,4mt de țiței brut și gaze bogate, în valoare de 255m RON (56m Euro). Acest fapt înseamnă un cost semnificativ mai mic pe tonă comparativ cu costurile stipulate în contractul anterior (46,9 RON/tonă față de 71,6 RON/tonă în 2014). Cu toate acestea, am majorat estimarea noastră privind costurile cu personalul în 2015 la 106m RON (de la valoarea anterioară de 98m RON) deoarece beneficiile angajaților la 9L'15 au crescut de peste două ori comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, la 7,5m RON. Pe viitor, considerăm costuri medii cu personalul de 113m RON pe an (față de valoarea anterioară de 100m RON).

Performanța exploatării se va îmbunătăți semnificativ în 2015 și 2016

Pentru 2015, estimăm marja EBIT a COTE pentru exercițiul financiar 2015 la 17% (față de 16% în raportul nostru anterior și 15% în 2014) ca urmare a veniturilor majorate din import și cheltuielilor reduse cu transportul feroviar al țițeiului brut.

Cheltuielile de capital ale COTE pentru exercițiul financiar 2015 sunt considerate mult inferioare planului de investiții bugetat

La 9L'15, CAPEX realizate s-au ridicat la 23m RON, cu 18% mai mari comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, dar cu 15% sub valoarea bugetată, în principal ca urmare a valorilor reduse ale contractelor de investiții comparativ cu estimările inițiale. Astfel, am redus estimarea noastră CAPEX pentru exercițiul financiar 2015 la 36m RON (+18% comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, dar cu 31% sub planul de investiții bugetat). De asemenea, am redus ipotezele noastre privind CAPEX pentru restul perioadei explicit previzionate la 58m RON în medie pe an, de la valoarea anterioară de 66m RON.

Proiecte care ar putea dubla valorile nete pe termen mediu sunt încă în așteptare

Pentru proiectul Pitesti - Pancevo, Conpet așteaptă strategia NIS înainte de a iniția propriul studiu de fezabilitate. Managementul societății a afirmat că cel mai probabil primele rezultate vor fi făcute publice în T2'16. Cu privire la proiectul referitor la capacitatea de depozitare, rezultatele analizei ar trebui să fie disponibile în T1'16. Rețineți că modulul nostru de evaluare a societății nu include posibilele fluxuri de numerar generate de aceste oportunități de investiții, deoarece avem nevoie de detalii suplimentare pe care să ne bazăm.

Considerăm COTE ca unul dintre cei mai buni deținători de dividende de pe piața BSE

Rata de plată a Conpet a crescut de la 78% în 2011 la 100% în 2014, cu DIVY între 3% și respectiv 8%. Ca urmare a poziției puternice de numerar net a societății și nevoilor reduse de CAPEX, considerăm că pe perioada explicit previzionată societatea va menține rata de plată la un nivel de 100%, ceea ce înseamnă un randament al dividendului (DIVY) în medie de 9%.

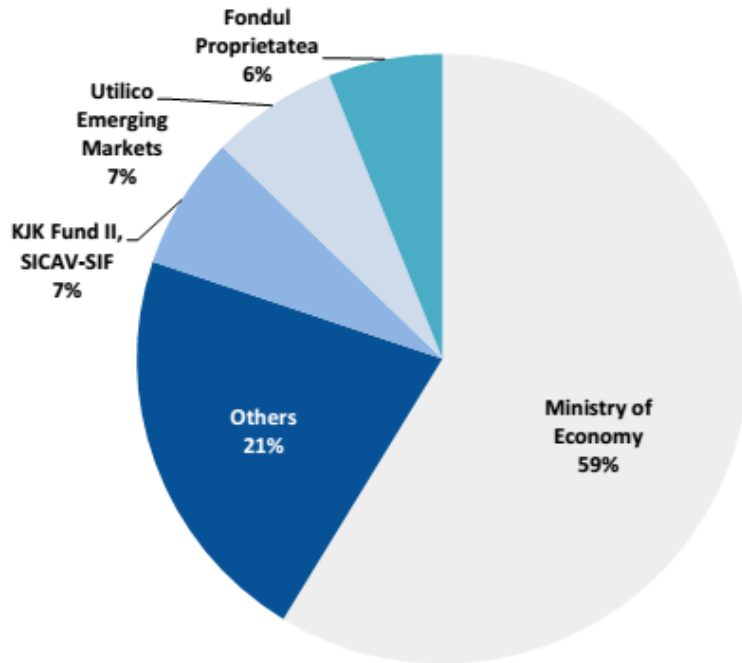


Structura acționariatului

Ministerul Economiei este acționarul majoritar, cu o participație de 58,72%

Structura acționariatului Conpet în data de 17 decembrie 2015 este următoarea: Conpet:

Structura de acționariat (la 17 decembrie 2015)



Sursa: Conpet

Riscul de diluție

Participația acționarilor minoritari s-ar putea reduce la 29% de la 41% în prezent

Conpet ar putea efectua majorarea capitalului social cu valoarea celor 47 de certificate de proprietate aferente terenurilor. Deși nu a fost încă stabilită valoarea majorării capitalului social al societății, Conpet l-ar putea majora cu valoarea terenurilor în momentul evaluării inițiale a certificatelor sau cu valoarea de piață determinată de un evaluator autorizat. În orice caz, acționarii minoritari s-ar putea confrunta cu riscul de diluție.

În perioada 2001-2005, Conpet a primit 47 de certificate de proprietate pentru terenuri cu o suprafață totală de 554.537 mp, care în acel moment au fost evaluate la 26m RON. Conform HG 577/2002, Conpet trebuia să majoreze capitalul social al societății cu valoarea valabilă la data obținerii certificatelor de proprietate, ajustată cu un factor de reevaluare. Cu toate acestea, societatea nu a majorat capitalul social deoarece ANRM a ridicat pretenții cu privire la aceste terenuri. Într-un raport publicat în iunie 2005 cu privire la situația stațiilor feroviare de pompare/repompare și încărcare/descărcare aparținând Sistemului Național de Transport țigăi brut, ANRM a considerat că se impunea o clarificare referitoare la situația legală a acelor terenuri. În plus, în 2006, ANRM a emis un raport prin care afirma că se impunea o delimitare a terenurilor Conpet de cele aparținând domeniului public. Delimitarea trebuia să se realizeze de o comisie desemnată de conducerea Conpet și de



un reprezentant ANRM. Cu toate acestea, acțiunea nu a fost finalizată pentru că ANRM nu a implementat aceste abordări.

În anul 2013 Curtea de Conturi a decis că până la data de 31.10.2013 Conpet avea obligația să majoreze capitalul social al societății cu valoarea celor 47 de terenurilor și în conformitate cu HG 107/2008, terenurile sunt evaluate la valoarea de piață în baza unui raport de evaluare întocmit de un evaluator autorizat. Darian DRS SA, societatea care a întocmit raportul, a stabilit valoarea la 12,6m RON. Conpet a solicitat prelungirea termenului inițial, dar nu s-a respectat niciunul dintre termenele stabilite - 30.09.2014 și 30.06.2015.

În urma unei întâlniri dintre conducerea societății și reprezentanții ANRM, în luna noiembrie 2014, ANRM a declarat că în absența unei reglementări legale, pretențiile legate de terenuri nu erau motivate. Astfel, Conpet a avut dreptul să întreprindă toate acțiunile necesare pentru majorarea capitalului social și, în luna iunie 2015, acționarii au aprobat inițierea procedurii și formularea unei cereri către Oficiul Registrului Comerțului pentru desemnarea unui expert evaluator, autorizat de Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR), în vederea redactării unui raport de evaluare. Deoarece societatea nu a primit niciun răspuns la solicitare, Consiliul de Administrație al Conpet a decis să solicite aprobarea acționarilor cu privire la contractarea de servicii de consultanță juridică în legătură cu metoda de stabilire a valorii majorării capitalului social al societății. Cu toate acestea, în data de 17 decembrie, Adunarea Generală a Acționarilor a respins solicitarea Consiliului de Administrație al COTE.

Presupunând majorarea capitalului social cu 12,6m RON, acționarii minoritari vor trebui să participe la majorarea capitalului social prin intermediul unei contribuții în numerar de 9m

Structura acționariatului, în cazul participării acționarilor minoritari la majorarea de capital social, pentru a nu genera diluție

Conpet: Majorare a capitalului post-acțiune de 21m RON (în natură 13m RON și în numerar 9m RON)

	Acțiuni	Procent	Participare la majorarea capitalului social (RON)
Ministerul Economiei	8,908,228	59%	12.622.026
KJK Fund II, SICAV-SIF	1,072,367	7%	1,519,431
Utilico Emerging Markets	1.018.870	7%	1,443,633
Fondul Proprietatea	918.912	6%	1,302,002
Altele	3,253,291	21%	4,609,573
Total	15,171,669	100%	21.496.665

Sursa: Estimări Swiss Capital

RON. Structura relativă a participațiilor ar fi:

Participația acționarilor minoritari s-ar putea reduce la 29% de la 41% în prezent în cazul neparticipării acestora la majorarea de capital social

În caz contrar, participația acționarilor minoritari s-ar dilua iar structura acționariatului ar fi următoarea:

Conpet: Majorare a capitalului post-acțiune de 13m RON (în natură)	Acțiuni	Procent Capital social	Participare la majorare (RON)
Ministerul Economiei	8,908,228	71%	12.622.026
KJK Fund II, SICAV-SIF	611.933	5%	0
Utilico Emerging Markets	581.406	5%	0
Fondul Proprietatea	524.366	4%	0
Altele	1,856,451	15%	0
Total	12,482,384	100%	12.622.026

Sursa: Estimări Swiss Capital



Evaluare

Ne actualizăm opinia privind Conpet (COTE) cu o recomandare de CUMPĂRARE și un preț țintă de 94,51 RON per acțiune, prezentând un potențial de creștere de 21%. Am utilizat un model DCF cu o perioadă de previzionare explicită de 5 ani, după care se va aplica un flux de numerar liber terminal cu o creștere perpetuă de 1%.

Am presupus lipsa fluxurilor de numerar generate de proiectele Pitesti - Pancevo și privind capacitatea de depozitare. De asemenea, nu am inclus în modelul nostru majorarea de capital social cu valoarea celor 47 terenuri. Dacă s-ar realiza o majorare a capitalului social cu 13m RON în natură și 9m RON în numerar, prețul ar scădea la 53,93 RON pe acțiune.

Conpet: Evaluare DCF

(RON'000)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
EBIT	69.549	67.603	69.338	68.179	62.416
Plus: Depreciere	46.273	46.115	46.039	46.133	48.689
Minus: Impozit pe EBIT	(11.128)	(10.816)	(11.094)	(10.909)	(9.986)
Cheltuieli de investiție	(51.581)	(52.985)	(56.561)	(63.166)	(65.546)
(Majorare) / Reducere a capitalului de lucru	(30)	96	(193)	(28)	(9.351)
Flux de numerar liber	53.083	50.012	47.528	40.210	26.221
WACC	7.8%	8.3%	9.0%	9,3%	9,5%
Valoare în prezent	49.265	42.877	37.384	28.950	17.240
Valoare prezentă netă cumulativă	49.265	92.142	129.526	158.475	175.715
Rata de creștere	1.0%				
Valoare terminală	311.562				
Valoare netă actuală a valorii terminale	204.850				
Valoare întreprindere	380.566				
Minus: Datorie netă (numerar net)	(380.555)				
Valoarea capitalului propriu	818.243				
Acțiuni în circulație	8.658				
Valoare capital propriu per acțiune (preț țintă)	94,51				
Creștere/(scădere) potențial	21%				
Acțiuni în circulație post-majorare a capitalului social*	15.172	(RON 13m	în natură	și RON	9m numerar)
Preț ajustat per acțiune (RON)*	53.93				
Ipoteze WACC					
Rată fără risc	1.8%	2.3%	3.0%	3.3%	3.5%
Prima de piață	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
prin îndatorare Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Costul datoriei	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Costul capitalului propriu	7.8%	8.3%	9.0%	9,3%	9,5%
Fără îndatorare Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Datorie/(Datorie+Capital propriu mv)	0%	0%	0%	0%	0%

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital, Thomson One

*majorare a capitalului social cu RON 13m în natură și RON 9m în numerar aferentă valorii celor 47 de terenuri pentru care societatea deține certificate de proprietate



Comparație cu entități similare

Societate	2014A	EV/EBITDA 2015F	2016F	2014A	P/E 2015F	2016F	2014A	P/B 2015F	2016F
KazTransOil	2.0x	Inaplicabil	Inaplicabil	6.2x	Inaplicabil	Inaplicabil	0.6x	Inaplicabil	Inaplicabil
Terna	10.4x	10.9x	11.1x	14.2x	15.7x	16.5x	2.4x	2.5x	2.6x
Enagas	11.0x	11.0x	11.4x	15.4x	14.5x	14.2x	2.8x	2.5x	2.4x
Rețea națională	10.6x	10.5x	10.3x	16.2x	15.0x	15.1x	2.7x	2.7x	2.7x
Elia	15.2x	15.0x	13.4x	13.5x	14.9x	13.7x	1.0x	1.1x	1.0x
DCP Midstream	13.3x	7.5x	7.6x	16.0x	9.9x	8.4x	1.7x	0.8x	0.8x
Tesoro Logistics	32.4x	10.2x	8.2x	57.0x	17.0x	12.2x	3.2x	1.7x	1.7x
Red Electrica	11.0x	6.5x	6.3x	13.8x	16.0x	14.9x	3.9x	3.6x	3.3x
Rubis	9.1x	10.3x	8.7x	15.7x	17.4x	14.7x	1.4x	1.7x	1.6x
Transelectrica	2.9x	2.6x	2.9x	6.1x	5.9x	661.8%	0.8x	0.7x	64.7%
Transgaz	3.1x	2.9x	3.0x	6.2x	5.9x	6.7x	0.9x	0.8x	0.8x
Mediana entităților similare	10.6x	10.3x	8.4x	14.2x	14.9x	14.0x	1.7x	1.7x	1.7x
Conpet (@ preț de piață)		3.3x 2.6x 2.3x		13.1x 11.8x 11.2x			0.9x 0.9x 0.9x		
<i>Primă (Discount)</i>		-69% -74% -73%		-7% -21% -20%			-46% -48% -48%		
Conpet (@ preț țintă)		4.7x 3.9x 3.5x		15.9x 14.3x 13.5x			1.1x 1.1x 1.0x		
<i>Primă (Discount)</i>		-56% -62% -58%		12% -4% -3%			-35% -37% -38%		

Sursa: Thomson One, estimări Swiss Capital

COTE este tranzacționat în prezent la 2.3x AF'16f EBITDA și 11.2x AF'16f P/E, implicând un discount față de mediana entităților similare de 73% și respectiv 20%.

La prețul țintă, COTE ar tranzacționa la 3.5x AF'16f EBITDA și 13.5x AF'16f P/E, implicând un discount față de mediana entităților similare de 58% și respectiv 3%.



(RON'000)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Venituri din vânzări, din care	334.318	348.854	375.033	371.856	367.050	367.784	371.106	373.823	373.390
Venituri transport intern țitei brut	296.480	304.695	311.317	300.885	286.413	282.821	281.195	279.033	276.616
Venituri transport țitei brut din import	36.007	42.684	56.608	66.361	76.026	80.351	85.300	90.179	92.163
Venituri din cota de modernizare	33.703	50.157	25.466	28.118	27.302	27.421	27.863	28.155	28.281
D&A	56.136	36.663	46.430	48.761	46.273	46.115	46.039	46.133	48.689
Costuri cu personalul	101.078	97.885	98.015	106.123	108.375	110.764	113.181	115.637	118.416
Cheltuieli cu transportul feroviar țitei brut	74.409	77.774	79.067	58.689	46.857	45.451	44.087	43.706	43.242
Cota cheltuielilor de modernizare	51.927	53.293	58.036	57.245	56.500	56.614	57.129	57.550	57.483
EBITDA	86.059	66.613	101.264	112.817	115.822	113.717	115.377	114.312	111.104
<i>Marja EBITDA</i>	25.7%	19.1%	27.0%	30.3%	31.6%	30.9%	31.1%	30.6%	29.8%
EBITDA ajustată*	104.283	69.748	133.834	141.944	145.020	142.910	144.643	143.707	140.307
EBIT	29.923	29.950	54.834	64.057	69.549	67.603	69.338	68.179	62.416
<i>Marja EBIT</i>	9.0%	8.6%	14.6%	17.2%	18.9%	18.4%	18.7%	18.2%	16.7%
EBT	40.765	41.300	64.467	69.751	75.571	73.540	75.563	74.698	69.103
<i>Marja EBT</i>	12.2%	11.8%	17.2%	18.8%	20.6%	20.0%	20.4%	20.0%	18.5%
Profit net	30.808	31.298	51.434	57.122	60.457	58.832	60.451	59.759	55.282

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital; *EBITDA ajustată cu veniturile și costurile rezultate din contabilizarea cotei de modernizare

Conpet: Bilanț contabil (IFRS individual)

(RON'000)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Active pe termen lung	400.872	421.044	419.183	406.466	411.774	418.644	429.166	446.199	463.056
Stocuri	9.316	7.404	7.709	7.390	7.170	7.245	7.299	7.403	10.571
Creanțe	37.320	42.016	35.026	34.729	34.280	34.349	34.659	34.913	36.302
Numerar	205.530	256.575	343.037	380.555	412.551	433.521	454.591	466.408	463.140
Total active	653.037	727.040	804.956	829.141	865.776	893.759	925.715	954.923	973.069
Datorii pe termen scurt	32	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasive pe termen lung	3.470	4.104	1.892	1.892	1.892	1.892	1.892	1.892	1.892
Pasive curente	40.313	49.469	55.013	46.711	50.590	50.081	50.997	51.009	44.153
Fonduri ale acționarilor	595.182	650.754	723.425	758.240	790.773	818.340	849.225	877.928	902.653
Capital propriu și pasive	653.037	727.040	804.956	829.141	865.776	893.759	925.715	954.923	973.069

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital

Conpet: Flux de numerar (IFRS individual)

(RON'000)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Profit anterior impozitării	69.751	75.571	73.540	75.563	74.698	69.103
(-) Impozit pe venit	(13.374)	(10.537)	(15.456)	(14.367)	(15.258)	(15.881)
(+) Depreciere	48.761	46.273	46.115	46.039	46.133	48.689
(-) (Majorare) / Reducere a capitalului de lucru	(6.941)	(30)	96	(193)	(28)	(9.351)
Flux de numerar din operațiuni	95.869	111.502	105.218	107.197	106.039	92.835
Cheltuieli de investiții/investiții pe termen lung	(36.044)	(51.581)	(52.985)	(56.561)	(63.166)	(65.546)
Flux de numerar din investiții	(36.044)	(51.581)	(52.985)	(56.561)	(63.166)	(65.546)
Surplus de numerar (deficit) generat anterior finanțării	59.825	59.920	52.234	50.636	42.873	27.288
Alte venituri, cota de modernizare	29.127	29.198	29.193	29.266	29.395	29.202
Dividende achitate	(51.434)	(57.122)	(60.457)	(58.832)	(60.451)	(59.759)
Flux de numerar din finanțare	(22.307)	(27.924)	(31.264)	(29.566)	(31.056)	(30.557)
Total modificare numerar	37.518	31.996	20.969	21.070	11.817	(3.268)
Sold numerar - începutul perioadei	343.037	380.555	412.551	433.521	454.591	466.408
Sold numerar - sfârșitul perioadei	380.555	412.551	433.521	454.591	466.408	463.140

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital



Profitabilitate									
Marja profitului net	9.2%	9.0%	13.7%	15.4%	16.5%	16.0%	16.3%	16.0%	14.8%
RoavGA	7.5%	7.6%	12.2%	13.8%	14.8%	14.2%	14.3%	13.7%	12.2%
RoavGE	5.3%	5.0%	7.5%	7.7%	7.8%	7.3%	7.3%	6.9%	6.2%
Managementul activelor									
Rotația stocurilor (zile)	11.32	8.87	9.01	9.39	9.34	9.15	9.16	9.13	12.00
Durata de încasare a creanțelor	36.1	40.7	36.8	33.6	33.6	33.4	33.3	33.3	34.2
Durata de plată a datoriilor	25.6	22.8	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
Pârghii de capital și lichidități									
Pârghii de capital (total pasive/capital propriu)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Grad de îndatorare (Datorie netă/capital propriu)	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Datorie netă/EBITDA	-2.3	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.8	-3.9	-4.1	-4.2
Datorie/Active	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Raport curent	6.3	6.2	7.0	9.0	9.0	9.5	9.7	10.0	11.6
Lichidități imediate	6.0	6.0	6.9	8.9	8.8	9.3	9.6	9.8	11.3
Rata de plată	92%	94%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital

Conpet: Date per acțiune și multipli de tranzacționare

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Date per acțiune (RON)									
EPS	3.56	3.62	5.94	6.60	6.98	6.80	6.98	6.90	6.39
Creștere EPS	8%	2%	64%	11%	6%	-3%	3%	-1%	-7%
BVPS	68.75	75.17	83.56	87.58	91.34	94.52	98.09	101.41	104.26
DPS	3.27	3.41	5.94	6.60	6.98	6.80	6.98	6.90	6.39
Creștere DPS	27%	4%	74%	11%	6%	-3%	3%	-1%	-7%
Multipli de evaluare la prețul de piață									
P/E	21.9	21.6	13.1	11.8	11.2	11.5	11.2	11.3	12.2
P/BV	1.1	1.0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
P/Vânzări	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
EV/Vânzări	1.4	1.2	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5.5	6.3	3.3	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8	1.9
Randamentul dividendului	4.2%	4.4%	7.6%	8,5%	9.0%	8.7%	9.0%	8.8%	8.2%
Multipli de evaluare la prețul țintă									
P/E	26.6	26.1	15.9	14.3	13.5	13.9	13.5	13.7	14.8
P/BV	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0,9	0,9
P/Vânzări	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
EV/Vânzări	1.8	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0,9	1.0
EV/EBITDA	7.2	8.5	4.7	3.9	3,5	3,4	3,2	3,1	3,2
Randamentul dividendului	3.5%	3.6%	6.3%	7.0%	7.4%	7.2%	7.4%	7.3%	6.8%

Sursa: Conpet, estimări Swiss Capital



SECȚIUNEA INFORMAȚII

Certificarea analistului

Analistul/analizii de cercetare subsemnat(ți) și responsabil(i) pentru pregătirea acestui raport certifică faptul că: i) punctele de vedere exprimate în acest raport de cercetare reflectă cu exactitate opiniile sale/lor personale despre oricare și toate valorile mobiliare sau emitenții menționați în acest raport de cercetare, ii) nicio parte a remunerării analistului/analizilor nu a fost, nu este și nu va fi, în mod direct sau indirect, legată de recomandările specifice sau opiniile exprimate în acest raport de cercetare și iii) nicio parte a remunerării sale/lor nu este legată de orice tranzacții bancare de investiții specifice efectuate de Swiss Capital SA.

Evaluare acțiuni

Recomandările privind acțiunile se bazează pe valoarea absolută maximă (minimă), care este definită ca fiind (Valoarea justă – Preț curent)/Preț curent, la discreția limitată a conducerii. În cele mai multe cazuri, Valoarea justă va fi egală cu valoarea justă curentă intrinsecă a acțiunii conform evaluării analistului cu ajutorul unei metodologii de evaluare adecvate, cum ar fi cea a fluxurilor de numerar actualizate, etc. Cu toate acestea, în cazul în care analistul nu crede că piața va reevalua acțiunile pe orizontul de timp specificat din cauza absenței evenimentelor sau catalizatorilor, valoarea justă poate fi diferită de valoarea justă intrinsecă. De aceea, în cele mai multe cazuri, recomandarea noastră este să se realizeze o evaluare a diferenței dintre prețul de piață curent și valoarea justă intrinsecă curentă estimată de noi. Recomandările sunt stabilite cu un orizont de 6-12 luni dacă nu se specifică altfel. Astfel, în cadrul acestui orizont, volatilitatea prețurilor poate provoca o creștere sau scădere reală în baza diferenței dintre prețul dominant pe piață și creșterea sau scăderea sugerată în recomandare.

O recomandare de „CUMPĂRARE FERMĂ” (STRONG BUY) indică o creștere de peste 30%.

O recomandare de „CUMPĂRARE” (BUY) indică o creștere între 15% și 30%.

O recomandare „NEUTRĂ” (NEUTRAL) indică o creștere sau scădere mai mică de 15%.

O recomandare de „VÂNZARE” (SELL) indică o scădere de peste 15%.

Informații specifice de reglementare ale societății

Următoarele informații se referă la relațiile dintre Swiss Capital SA și societățile studiate de Departamentul de Cercetare al Swiss Capital și menționate în această cercetare.

Societăți menționate

Societate	BSE	Rating	Preț	Data prețului	Divulgare
Conpet	COTE	CUMPĂRARE	78.00	01/19/2016	NU EXISTĂ

Istoric de rating pentru Conpet

Data	Rating	Preț per acțiune (RON)	Preț țintă (RON)
7/15/2015	Inițierea acoperirii -	CUMPĂRARE	66.95 83.60
01/20/2016	ACTUALIZARE -	CUMPĂRARE	78.00 94.51

Declinare generală

ACEST RAPORT: (i) ESTE DESTINAT INFORMĂRII DVS. PERSONALE ȘI NU INSISTĂM ÎN SENSUL NICIUNEI ACȚIUNI ÎN BAZA ACESTUIA; (ii) NU TREBUIE INTERPRETAT CA O OFERTĂ DE A VINDE SAU O CERERE DE OFERTĂ PENTRU A CUMPĂRA VREO VALOARE MOBILIARĂ ; ȘI (iii) SE BAZEAZĂ PE INFORMAȚII PE CARE NOI LE CONSIDERĂM DEMNE DE ÎNCREDERE.

SWISS CAPITAL NU GARANTEAZĂ SAU NU DECLARĂ CĂ ACEST RAPORT ESTE EXACT, COMPLET, FIABIL, ADECVAT PENTRU ORICE SCOP SPECIAL SAU COMERCIAL ȘI NU ACCEPTĂ NICIO RĂSPUNDERE PENTRU NICIO ACȚIUNE (SAU DECIZIE DE A NU ACȚIONA) CARE REZULTĂ DIN UTILIZAREA ACESTUI RAPORT ȘI DATELOR AFERENTE. TOATE GARANȚIILE ȘI ASIGURĂRILE DIN PARTEA SWISS CAPITAL SUNT EXCLUSE PRIN PREZENTUL DOCUMENT ÎN MĂSURA MAXIMĂ PERMISĂ ȘI SWISS CAPITAL NU VA AVEA NICIO RĂSPUNDERE PENTRU UTILIZAREA, UTILIZAREA GREȘITĂ SAU DISTRIBUIREA ACESTOR INFORMAȚII.

© 2016 SWISS CAPITAL. TOATE DREPTURILE REZERVATE. ACEST RAPORT NU POATE FI REPRODUS SAU REDISTRIBUIT, ÎN ÎNTREGIME SAU ÎN PARTE, FĂRĂ ACORDUL SCRIS AL SWISS CAPITAL.



Subsemnata **Andra Ioana Boiangiu**, traducător autorizat cu nr. 2718/2000, certific exactitatea traducerii în limba română cu textul înscris în documentul în limba engleză care a fost vizat de mine înregistrat sub nr 2016/451/1/3

Interpret și traducător autorizat
ANDRA IOANA BOIANGIU

