

## Monopol natural vs. furnizor captiv

Conpet este operatorul sistemului national de transport titei si derivate prin conducte, detinand o pozitie de monopol natural. Totusi, cu o retea de conducte izolata de cea a statelor vecine, Conpet este in mare masura dependenta de evolutia pietei interne, fiind furnizor captiv pentru un numar redus de clienti. Cu toate acestea, in ultimii 3 ani, compania a inregistrat rezultate financiare relativ constante, fiind o tinta atractiva pentru investitori datorita randamentului ridicat al dividendului. Un alt aspect pozitiv este pozitia neta de numerar semnificativa detinuta. Riscurile principale sunt cele politice si de reglementare, similar cu alte companii detinute de stat. Conpet se tranzactioneaza la multiplii rezonabili comparat cu un grup de companii similare selectate, si mai atractivi decat media globala a industriei. Am determinat o valoare justa a actiunilor Conpet de 31,7-46,1 RON, comparativ cu 44 RON valoarea de piata.

- Pozitia de monopol natural.** Conpet detine un acord de concesiune pe 30 de ani, semnat in iulie 2002, si ofera servicii de transport la preturi reglementate. Reteaua de conducte nu este conectata cu cea a tarilor vecine. De asemenea, reseaua are un grad redus de utilizare, ceea ce in timp conduce la cheltuieli de mentenanta pentru a preveni deteriorarea sa.
- Dependenta fata de un singur mare client reprezinta un risc major.** Veniturile din transportul titeiului autohton au o cota de 70%-75% din totalul veniturilor, prin urmare, compania este extrem de dependenta de principalul sau client, OMV Petrom.
- Politica atractiva de dividend si detinatoare unei pozitii nete de numerar.** Conpet a distribuit 90% din profitul net in 2010-2011 si 85% in 2012 sub forma de dividend, din acest punct de vedere fiind atractiva pentru investitori. Pentru 2013, rata de distributie a dividendelor bugetata de catre companie este de 85%, in coborare la 50% in 2014-2015.
- Evaluare decenta, insa o lichiditate redusa.** Conpet se tranzactioneaza la multiplii EV/EBIT decenti, la discount fata de companiile comparabile selectate daca ne uitam la 2012 si la o mica prima daca ne raportam la estimarile pentru 2013. In privinta, P/E si EV/EBITDA, Conpet se situeaza mult sub media globala (desi trebuie sa tinem cont de comparabilitatea redusa). Unul dintre minusurile principale il reprezinta lichiditatea scazuta a actiunii, care se poate imbunatati odata cu cresterea nivelului de vizibilitate prin transferarea la BVB, insa o valoare scazuta a free-float-ului probabil ca nu va permite o imbunatatare semnificativa a situatiei. O posibila solutie ar putea veni de la FP, un alt actionar semnificativ, in caz ca acesta va decide sa isi diminueze cota de participatie.

	2010	2011	2012	2013E	2014B	2015B
Cifra de afaceri (mn RON)	339,8	341,8	334,6	333,4	n/a	n/a
EBITDA (mn RON)	77,9	89,1	85,2	74,2	n/a	n/a
EBIT (mn RON)	38,4	26,8	29,0	29,3	15,6	17,0
Venitul net (mn RON)	38,7	28,6	30,9	33,2	20,9	22,1
EPS raportat (RON)	4,5	3,3	3,6	3,9	2,4	2,6
Dividend pe actiune (RON)	4,02	2,57	3,26	3,29	1,22	1,29
ROCE (%)	7,2	4,8	5,6	6,1	n,a	n,a
P/E (x)	6,2	10,8	9,8	11,4	18,0	17,1
P/CF (x)	4,1	4,2	9,9	6,6	n,a	n,a
P/BV (x)	0,5	0,6	0,5	0,7	n,a	n,a
EV/EBITDA (x)	1,76	1,98	1,39	2,30	n,a	n,a
EV/DACF (x)	3,56	6,58	4,08	5,81	10,92	10,02
Levierul financiar net (%)	-26,7	-33,3	-50,9	-56,0	n,a	n,a
Randamentul dividendului (%)	14,3	7,1	9,3	7,5	2,8	2,9

NB: Multiplii istorici bazati pe preturi medii; B – bugetul companiei Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

## Petrol & gaze / Romania

Raport de analiza

### Conpet

Pret tinta (RON) 31,7 – 46,1

Pret piata (RON) 44

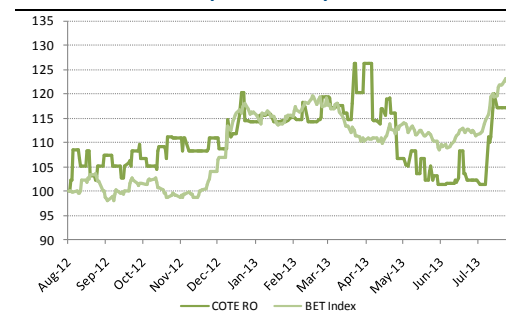
\*preturile din 26 august 2013

#### Date generale

Bloomberg ticker	COTE RO
Reuters ticker	COTE.BRQ
Capitalizare (mn EUR)	85,1
Free float (%)	11,6
Actiuni in circulatie (mn)	8,7
Rulaj mediu zilnic (EUR '000)	2,1

Actionarii	%
Ministerul Economiei	58,71
Fondul Proprietatea	29,70

#### Evolutia actiunii (COTE RO)



\* date prelucrate

#### Analist:

Carmen Arsene, CFA

+40 364 260 765

carmen.arsene@ssifbroker.ro

## Prezentarea generala a companiei

Conpet este operatorul sistemului national de transport titei si derivate prin conducte, detinand o pozitie de monopol natural. Totusi, dependentia acestuia fata de un numar mic de clienti poate avea un impact negativ, dupa cum s-a vazut in trecut. Compania totusi a reusit sa mentina performante financiare constante in ultimii 3 ani, fiind atractiva pentru investitori datorita randamentului ridicat al dividendului. Un alt plus il constituie nivelul scazut al indatorarii (avand o pozitie neta de numerar). Alte riscuri importante sunt cele politice si de reglementare. Orice modificare a redeventelor ar putea avea un impact negativ asupra activitatii companiei. Lichiditatea scazuta a actiunilor Conpet este un factor negativ, care insa s-ar putea imbunatati odata cu cresterea vizibilitatii companiei (prin transferul la BVB), insa free-float-ul redus cel mai probabil nu va permite o imbunatatire semnificativa a situatiei. O solutie ar putea veni din partea unui alt actionar semnificativ – FP, in caz ca acesta hotaraste sa-si diminueze participatia. Piata a avut o reactie pozitiva la stirea legata de transferul la BVB al actiunilor Conpet, fapt ilustrat de cresterea puternica de pret din ultimele zile.

In ce priveste perspectivele, vedem anul 2013 ca fiind mai slab fata de 2012 la nivel de EBITDA, insa aducand mici imbunatatiri la nivelul profitului net. Consideram bugetul companiei pentru acest an ca fiind conservator. Nu vedem elemente care ar putea declansa o imbunatatire semnificativa a rezultatelor companiei si, implicit, a pretului actiunii in viitorul apropiat, avand in vedere ca principalul sau client opereaza campuri petroliere mature, cu un declin natural avansat al productiei. Din punct de vedere al perspectivelor de lunga durata, potentialul de crestere ar rezulta din exploatarea rezervelor offshore, dar este inca prea devreme pentru a estima acest potential. O alta directie de dezvoltare ar putea rezulta din discutiile curente privind o posibila conexiune a retelei operate de Conpet cu rafinaria Pancevo din Serbia, precum si din extinderea serviciilor de transport la alte tipuri de fluide.

### Monopol natural asupra transportului prin conducte a titeiului, etanului si condensatului

Conpet este operatorul sistemului national de transport titei si derivate prin conducte. Are un acord de concesiune pe 30 de ani semnat cu ANRM in iulie 2002 (Nr. 793/25.07.2002). Lungimea totala a retelei de conducte este de aproximativ 3.800 km, cu un diametru intre 3" si 28".

**Reteaua de conducte** nu este interconectata cu cea a tarilor invecinate, are o capacitate totala de transport de 27,5mn tone/an si consta in 3 subsisteme:

- Subsistem pentru **transportul titeiului importat** - cu o capacitate de 20,2 mn tone anual si o lungime de 1.348km, face conexiunea intre facilitatile Oil Terminal si cele 5 rafinarii (Petrobrazi, Arpechim, Rafo, Lukoil si Petromidia); capacitate de stocare de 40.000 m<sup>3</sup>;
- Subsistem pentru **transportul titeiului autohton** - cu o capacitate de 6,9 mn tone anual, lungime de 1.540 km si o capacitate de stocare aproximativ 126.000 m<sup>3</sup>;
- Subsistem pentru **transportul gazolinei si etanului** - cu o capacitate de 0,23 mn tone anual pentru gazolina si 0,1 mn tone anual pentru etan, o lungime de 921 km, acesta face legatura intre diverse campuri de exploatare ale rafinariilor Petrobrazi si Arpechim, ambele apartinand OMV Petrom (doar prima este operationala in prezent).

Reteaua nationala de conducte are un grad redus de utilizare, ceea ce in timp va rezulta in deteriorarea acesteia. In prezent, gradul de utilizare a subsistemului pentru titeiul importat este mai mic de 10%.

Compania opereaza, de asemenea, un sistem de transport feroviar, destinat sa ofere servicii de transport rafinariilor Petrobrazi, Arpechim si Lukoil. Acesta consta in 12km de cale ferata uzinala aferenta rampelor de incarcare/descarcare detinute de Conpet, 13 locomotive, 40 vagoane pentru titei si 29 pentru gazolina, precum si diferite facilitati pentru incarcat/descarcat.

In 2012, Conpet a avut un numar mediu de 1.803 de angajati, in scadere de la 1.975 de angajati in 2011. In noiembrie 2011, Consiliul de administrare a aprobat concedierea a 148 de angajati. Costurile de restructurare s-au platit in 2012.

### Riscurile majore provin din faptul ca Conpet este un furnizor captiv de servicii de transport pentru un numar redus de clienti

Activitatea Conpet este in mare masura dependenta de activitatea clientilor sai, prin urmare compania a inregistrat un declin in activitate si venituri datorita unor evolutii recente din sector:

*Conpet este un furnizor captiv de servicii de transport catre cativa clienti principali*

- Inchiderea rafinarii Arpechim, detinuta de OMV Petrom, aceasta eliminand necesitatea de titei din import a Petrom, incepand cu ianuarie 2011;
- Rafinaria Rompetrol si-a construit un terminal propriu, ceea ce a redus semnificativ cantitatile contractate cu Conpet, si in consecinta gradul de utilizare a capacitatii conductei Oil Terminal – Petromidia a scazut de la 58,1% in 2008 la 2,24% in 2012.
- sistarea temporara a activitatii rafinarii RAFO Onesti.

In prezent, numai Petrotel Lukoil si intr-o foarte mica masura Rompetrol Rafinare utilizeaza subsistemul destinat transportului titeiului din import. Toate aceste efecte sunt vizibile in evolutia cantitatilor transportate in ultimii trei ani, in special daca ne referim la titeiul din import.

In aceasta situatie, sunt putine masuri pe care le-ar putea adopta Conpet, una dintre acestea fiind conectarea retelei de transport pe care o opereaza cu cea a tarilor vecine. Exista un plan pentru constructia unei conducte intre Pitesti (Romania) si rafinaria Pancevo (detinuta de NIS) in Serbia. Potrivit Conpet, sunt in desfasurare discutii pentru a determina perspectivele acestui proiect.

Un alt **risc**, desi de o importanta mai mica, deriva din numarul mare de **litigii** legate de prezenta conductelor pe sau in subsolul terenurilor proprietate privata. Conpet are deja un numar mare de litigii cu persoane fizice care cer despagubiri sau demontarea retelei de conducte de pe proprietatea acestora. In decembrie 2012, provizioanele pentru litigii din bilant se ridicau la 9,5 mn lei. Nu putem neglija nici riscul **fraudelor** la care este expusa reseaua de conducte.

Notabil este si **riscul politic** rezultat din structura actionariatului, risc care s-ar mai putea ameliora, speram, odata cu numirea unui Consiliu de Administratie profesionist, in conformitate cu prevederile OUG 109/2011 privind guvernanta corporativa a companiilor detinute de stat.

**Cantitatile totale transportate au scazut constant in ultimii ani**, inumatandu-se in perioada 2008-2012 (de la 12,7 mn tone in 2008 pana la 6 mn tone in 2012).

#### CANTITATI TRANSPORTATE, PE TIP DE PRODUS, 2010 - 2012

Cantitati transportate (tone)	2010	2011	An/an (%)	2012	An/an (%)
Titei, autohton	4.126.296	4.193.335	1,6	4.302.049	2,6
Titei, import	2.587.392	2.023.412	-21,8	1.488.055	-26,5
Gazolina	45.306	42.438	-6,3	41.479	-2,3
Condensat	93.509	117.010	25,1	126.304	7,9
<b>TOTAL</b>	<b>6.852.503</b>	<b>6.376.195</b>	<b>-7,0</b>	<b>5.957.887</b>	<b>-6,6</b>

Sursa: Conpet, SSIF Broker

Veniturile obtinute din transportul titeiului autohton au cea mai mare pondere din total veniturilor Conpet (70-75%, in ultimii 3 ani), astfel, Conpet este foarte dependenta de OMV Petrom, principalul client pentru acest segment de activitate.

#### STRUCTURA VENITURILOR OPERATIONALE, 2010-2012

Mn lei	2010	% din total	2011	% din total	2012	% din total	An/an (%)
<b>Venituri operationale</b>	<b>376,4</b>		<b>383,6</b>		<b>379,1</b>		<b>-1,2</b>
<b>Venituri din transport, din care</b>	<b>337,9</b>	<b>89,8</b>	<b>339,4</b>	<b>88,5</b>	<b>332,5</b>	<b>87,7</b>	<b>-2,0</b>
Titei autohton	271,7	72,2	282,7	73,7	284,7	75,1	0,7
Titei din import	57,1	15,2	46,1	12,0	36,0	9,5	-21,9
Gazolina	3,0	0,8	3,0	0,8	3,0	0,8	1,3
Condensat	6,0	1,6	7,7	2,0	8,8	2,3	14,1
Alte activitati	1,9	0,5	2,3	0,6	2,1	0,5	-10,6
Alte venituri operationale	36,6	9,7	41,8	10,9	44,6	11,8	6,6

Sursa: Conpet, SSIF Broker

Transportul prin sistemul de conducte are o pondere de 66-67% din veniturile din transportul autohton, pe cand transportul pe calea ferata 30%, dupa cum se poate vedea din tabelul urmator.

#### STRUCTURA VENITURILOR DIN TRANSPORT PE TIPURI DE LOGISTICA, 2010-2012

Venituri din transport (mn lei)	2010	% din total	2011	% din total	2012	% din total	An/an (%)
Autohton, din care	280,8	83,1	293,4	86,4	296,5	89,2	1,1
Conducte	186,4	66,4	194,1	66,2	198,2	66,8	2,1
Cale ferata	83,4	29,7	90,8	30,9	85,8	29,0	-5,4
combinat	11,0	3,9	8,5	2,9	12,5	4,2	46,8
Import	57,1	16,9	46,1	13,6	36,0	10,8	-21,9
<b>Total</b>	<b>337,9</b>	<b>100,0</b>	<b>339,4</b>	<b>100,0</b>	<b>332,5</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,0</b>

Sursa: Conpet, SSIF Broker

Alte riscuri sunt cele legate de numeroasele litigii in care e implicata compania, cele referitoare la fraude, riscul politic si de guvernanta corporativa

Conpet ofera servicii de transport clientilor sai pe baza unor contracte anuale. Principalii clienti sunt OMV Petrom, Petrotel Lukoil si Rompetrol Rafinare, OMV Petrom fiind de departe cel mai important, desi ponderea sa in veniturile operationale ale Conpet s-a diminuat de la 73,6% in 2010 la 63% in 2012.

## VENITURI DEFALCATE PE CLIENTI (MN LEI), 2010-2012

Client	Tipul serviciului	2010	% din total venituri operationale	2011	An/an (%)	% din total venituri operationale	2012	An/an (%)	% din total venituri operationale
OMV Petrom S.A.	Transport titei si servicii aferente	277,2	73,6	255,5	-7,8	66,6	238,4	-6,7	62,9
Petrotel Lukoil S.A.	Transport titei	67,5	17,9	84,1	24,6	21,9	97,8	16,2	25,8
Rompetrol Rafinare S.A.	Transport titei	1,6	0,4	1,2	-27,6	0,3	0,9	-20,0	0,2
<b>Total vanzari nete</b>		<b>339,8</b>	<b>90,3</b>	<b>341,8</b>	<b>0,6</b>	<b>89,1</b>	<b>334,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>88,2</b>
<b>Total venituri operationale</b>		<b>376,4</b>	<b>100,0</b>	<b>383,6</b>	<b>1,9</b>	<b>100,0</b>	<b>379,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>100,0</b>

Sursa: Conpet, SSIF Broker

## Tarife

Tarifele sunt determinate pe baza de costuri si sunt diferite pentru titeiul importat si autohton. Metodologia in vigoare a fost emisa in 2008 si este bazata pe determinarea unui cost al serviciilor. Costurile incluse in calcul sunt urmatoarele: costuri operationale (materiale, personal, depreciere, redeventa si alte taxe) ajustate cu inflatia. Tarifele nu includ consumul tehnologic si TVA.

Primul set de tarife in conformitate cu noua metodologie a fost emis in decembrie 2008, fiind ulterior modificat anual, in ianuarie 2010, ianuarie 2011 (pastrat la același nivel) si mai 2012 (Ordinul ANRM 150 din 28 mai 2012).

In perioada 2010-2012, nivelul tarifelor pentru transportul titeiului autohton, al gazolinei, etanului si condensatului a crescut cu 11,7%, asa cum reiese si din tabelul de mai jos. Ultima majorare a fost operata in mai 2012.

Tarifele pentru titeiul importat sunt diferite pentru fiecare rafinarie in parte, in functie de distanta de la terminalul din portul Constanta, dar si pe trasee de transport. Pentru Petrom si alte rafinarii din regiunea Ploiesti (Lukoil), tarifele se situeaza intre 20,9 lei/t si 25,4 lei/t, in timp ce rafinariile Rompetrol au tarife mult mai mici (datorita amplasarii geografice, a proximitatii de Oil Terminal).

## EVOLUTIA TARIFELOR PENTRU TRANSPORTUL TITEIULUI AUTOHTON SI AL PRODUSELOR DERIVATE

RON/tona	2010	2011	2012
Tarife pentru transportul titeiului, gazolinei, condensatului si etanului autohton	66,79	71,06	74,58

Sursa: Conpet, ANRM, SSIF Broker

## Redeventa

In 2010-2012 Conpet a platit o redeventa de 10%. Aceasta taxa este reglementata conform Legii Petrolului 238/2004, calculata conform OUG 101/ 14 Oct 2007, se aplica veniturilor realizate din operarea sistemului national de transport al titeiului, gazolinei, etanului si condensatului si este platibila trimestrial. Nu exista in prezent discutii despre o posibila modificare a nivelului redeventei platite de Conpet.

## Investitii – finantate partial din cota pentru modernizare

Prin Hotararea Guvernului 168/1998, statul roman a stabilit un nivel obligatoriu de investitii pentru companiile care isi desfasoara activitatea in sectorul de petrol si gaze, in acelasi timp oferindu-le acestora si anumite facilitati fiscale. In cazul Conpet, aceste facilitati sunt reprezentate de cota pentru modernizare, agreata cu ANRM. Aceasta este inclusa in contul de profit si pierderi la categoria alte cheltuieli, iar in bilant la categoria alte rezerve. Din aceasta cota, compania finanteaza obiectivele investitionale incluse in programul de reabilitare si modernizarea a activelor, program aprobat de ANRM prin Acordul de Concesiune. Compania poate folosi aceste sume doar pentru lucrari la activele proprietatea statului sau pentru active noi care se vor transfera in patrimoniul public dupa ce au fost amortizate. Cheltuielile cu cota pentru modernizare sunt recuperate prin intermediul tarifelor reglementate. Pe masura ce activele finantate prin aceasta rezerva speciala sunt amortizate, ea este recunoscuta in contul de profit si pierderi ca si venit operational. Amortizarea activelor finantate din cota pentru modernizare este deductibila fiscal.

## CHELTUIELI DE INVESTITII, 2010 – 2015B

RON mn	2010	2011	2012	2013B	2014B	2015B
<b>Investitii totale, din care</b>	<b>60,1</b>	<b>55,8</b>	<b>58,0</b>	<b>62,3</b>	<b>64,7</b>	<b>73,5</b>
Finantate din surse proprii	5,5	4,7	11,2	16,0	16	23,7
Finantate din cota pentru modernizare	54,6	51,1	46,8	46,3	48,7	49,8
Km de coducte reabilitate	42,77	47,86	n/a	n/a	n/a	n/a

NB: cheltuielile de investitii in semestrul 1 2013 au fost de 7,7mn lei, versus 15mn lei bugetat

Sursa: Conpet, SSIF Broker

**Politica de dividend.** Conpet, fiind o companie detinuta de stat, este obligata prin lege sa distribuie sub forma de dividende minim 50% din profitul net, dupa deducerea rezervelor legale si a participatiei angajatilor la profit. In ultimii 3 ani, aceasta rata s-a majorat la 90% in 2010-2011 si 85% in 2012, ceea ce a facut Conpet foarte atractiva pentru investitori din punct de vedere al randamentului dividendului, dupa cum se poate vedea din datele din urmatorul tabel. Bugetul pentru anul 2013, aprobat de guvern, ia in calcul o rata de distribuire a dividendelor de 85%. Pe baza estimarilor companiei (care ni se par foarte conservatoare) si a pretului curent al actiunilor, randamentul dividendului pentru 2013 s-ar situa la 4,1%. Pe baza estimarilor noastre, acesta s-ar situa in jur de 7,5%. Pentru anii 2014 si 2015, compania si-a construit bugetul asumand ca va distribui 50% din profitul net sub forma de dividende.

### COMPET A OFERIT UN RANDAMENT AL DIVIDENDULUI ATRACTIV IN ULTIMII 3 ANI

Mn lei	2010	2011	2012	An/an (%)
Dividend total (mn RON)	34,8	22,3	28,3	27,1
Rata de distribuire (%)	90,0	90,0	85,0	-5,0pp
<b>Dividend/actiune brut (RON)</b>	<b>4,02</b>	<b>2,57</b>	<b>3,26</b>	<b>26,8</b>
<b>Randamentul dividendului* (%)</b>	<b>14,3</b>	<b>7,1</b>	<b>9,3</b>	<b>2,1pp</b>

\* Calculat pe baza preturilor medii anuale

Sursa: Conpet, SSIF Broker

## Performanta financiara recenta si perspective

### 2012 – un an mai bun decat 2011 datorita costurilor cu deprecierea mai mici

In 2012 Conpet a inregistrat o scadere a cifrei de afaceri de 2,1%, cauzata in mare parte de scaderea cu 7,6% a cantitatilor transportate, ca o consecinta a diminuarii cererii de la Lukoil. Combinat cu cresterea costurilor operationale, a rezultat o scadere a EBITDA la 95,2mn lei, cu 4,4% mai putin fata de anul precedent. Totusi, scaderea cu 9,9% a cheltuielilor cu deprecierea a permis companiei sa inregistreze un EBIT mai mare cu 8,5% in 2012 fata de anul precedent. Rezultatul financiar a ramas pozitiv, desi a inregistrat o usoara contractie de 2,1% fata de anul precedent. Profitul net a crescut cu 8% fata de anul precedent, la o valoare de 30,9mn lei, iar marja neta a cunoscut o crestere de 0.9 puncte procentuale, la 9,2%.

In decembrie 2012, Conpet a inregistrat un numerar net in valoare de 207mn lei, avand o datorie bancara foarte apropiata de zero, fapt datorat finalizarii rambursarii creditului contract de la Banca Mondiala in 1994 (64,7mn USD din care 52,7mn USD suma utilizata), parte a unui acord de imprumut mai mare dintre Romania si Banca Mondiala privind restructurarea sectorului de titei si gaze.

### EBITDA, EBIT si profitul net au crescut in trim. 2 2013, dupa un trim. 1 bun dar mai putin impresionant; cantitatile transportate au fost mai mari, costurile au fost reduse si au existat si beneficii conjuncturale

Conpet a inregistrat o crestere a cifrei de afaceri de 8% in trim. 2 2013 (la 87,4mn lei) si 5,7% in sem. 1 2013 (la 171,8mn lei), fara de perioadele corespunzatoare ale anului precedent, datorita cresterii cantitatilor transportate, in special in cazul titeiului din import. Compania a semnalat si realizarea unor beneficii conjuncturale in sem. 1 2013 (2,6mn lei garantie de participare la o licitatie, incasata de la GFR SA si 0.96mn lei din vanzarea de stocuri de titei). Cheltuielile s-au redus fata de anul trecut, in special amortizarea si costurile cu alte activitati (baze sportive, cantine). Profitul net a crescut cu 48% la 13,3mn lei in trim. 2 2013 si cu 26% la 25,8mn lei in sem. 1 2013, acesta din urma reprezentand 80,4% din bugetul companiei pentru anul 2013.

### Perspectivile viitoare

Nu identificam factori care ar putea revitaliza activitatea Conpet in intervalul imediat urmator, avand in vedere ca principalul sau client, OMV Petrom, opereaza campuri petroliere mature si se confrunta cu un ritm pronuntat de declin natural al productiei. Pe termen lung, potentialul de crestere ar putea veni din

*Diminuarea cheltuielilor cu amortizarea a dus la majorarea EBIT si a profitului net*

*Rezultatele financiare imbunatatite ale Conpet in trim. 2 2013 si sem. 1 2013, confirma viziunea noastra mai optimista decat a companiei pentru anul in curs*

*Nu identificam factori care ar putea revitaliza activitatea Conpet pe termen scurt si mediu*

exploatarea rezervelor offshore, dar este prematur pentru a estima acest potential. Asa cum am mai mentionat, compania poarta discutii cu rafinaria Pancevo din Serbia in vederea demararii proiectului de interconectare a celor doua sisteme nationale de transport, insa momentan nu putem evalua sansele proiectului de a fi implementat. O alta directie de dezvoltare ar fi extinderea serviciilor de transport la alte fluide, precum si atragerea de noi clienti pentru utilizarea capacitatilor de stocare nefolosite ale companiei, dar nici aceste masuri nu par iminente.

Pentru anul 2013, compania a bugetat o contractie de 4,79% a cantitatilor transportate, asteptandu-se la o diminuare pentru titeiul autohton si o crestere pentru cel importat. Totusi, pentru anii urmasori compania se asteapta la stabilizarea sau chiar eventuala crestere a cantitatilor de produse autohtone transportate.

## PREVIZIUNILE COMPANIEI PRIVIND CANTITATILE TRANSPORTATE

Cantitati transportate (tone)	2010	2011	2012	2013B	An/an (%)	2014B	An/an (%)	2015B	An/an (%)
Titei autohton	4.126.296	4.193.335	4.302.049	4.030.518	-6,3	4.168.000	3,4	4.208.000	1,0
Titei importat	2.587.392	2.023.412	1.488.055	1.641.932	10,3	1.954.515	19,0	2.183.077	11,7

Sursa: Conpet, SSIF Broker

*Avand in vedere performantele din anii precedenti, consideram estimarile companiei pentru 2013-2015 foarte conservatoare*

**Pentru anul 2013 compania are un buget conservator**, mizand pe o contractie de 35,7% a profitului net, rezultata in principal din majorarea costurilor operationale si mentinerea aproximativ constanta a veniturilor (-0,7% fata de anul precedent). Compania si-a construit bugetul bazandu-se pe rezultatele preliminare din 2012, care au fost sensibil mai modeste decat cele finale, mizand astfel pe o crestere a profitului net cu 9% in 2013, si cu 5-6% in 2014-2015.

## BUGETUL COMPANIEI 2013-2015

Mn lei	2012	2013B	An/an (%)	2014B	An/an (%)	2015B	An/an (%)
Total venituri operationale	379,1	376,5	-0,7	392,9	4,3	401,4	2,2
Total costuri operationale	-350,1	-363,2	3,8	-377,3	3,9	-384,4	1,9
<b>EBIT</b>	<b>29,0</b>	<b>13,3</b>	<b>-54,2</b>	<b>15,6</b>	<b>17,3</b>	<b>17,0</b>	<b>9,0</b>
Rezultat financiar	10,8	10,2	-5,9	9,3	-8,9	9,3	-0,1
<b>Profit brut</b>	<b>39,9</b>	<b>23,5</b>	<b>-41,1</b>	<b>24,9</b>	<b>6,0</b>	<b>26,3</b>	<b>5,6</b>
Impozit pe profit	-9,0	-3,7	-59,5	-4,0	8,9	-4,2	5,6
<b>Profit net</b>	<b>30,9</b>	<b>19,8</b>	<b>-35,7</b>	<b>20,9</b>	<b>5,4</b>	<b>22,1</b>	<b>5,6</b>

Sursa: Conpet, SSIF Broker

In privinta estimarilor noastre, vedem anul 2013 mai slab decat 2012 la nivel de EBITDA, dar aducand o imbunatatire la nivelul profitului net. Spre deosebire de previziunile companiei, estimarile noastre au la baza o reducere mai mica a cantitatilor de titei autohton transportate, in linie cu datele statistice raportate pana in prezent si datele oferite de OMV Petrom pentru primul semestru 2013, precum si cu estimarile noastre pentru operatiunile Petrom in 2013. Ne asteptam la o contractie de 1,5% fata de anul precedent a cantitatii de titei autohton transportat si la o contractie mai drastica la cel importat. Am folosit estimarile companiei privind costurile cu personalul, insa am estimat chetuielile cu redeventa, chetuielile materiale si alte chetuieli operationale pe baza datelor din anii precedenti. Estimam un EBIT de 29,3mn lei, nemodificat fata de anul precedent, si un profit net de 33,2mn lei, in crestere cu 7,6% fata de anul precedent. Mai multe detalii pot fi gasite in sectiunea *Previziuni si Estimari*.

## Performanta actiunii

Am comparat evolutia actiunii Conpet cu a indicilor BET si BET-C (al doilea fiind indicele compozit pentru BVB), cu a actiunii OMV Petrom, cel mai mare jucator de pe piata romaneasca de petrol si gaze si cu a altor doua companii din sectorul de utilitati, Transgaz si Transelectrica (ultimele doua pentru ca sunt detinute de stat, reglementate, operatori ai unor retele de transport si au randamente ale dividendului atractive).

In anul 2012, actiunile Conpet au avut o evolutie mai modesta decat a celor doi indici si cea a OMV Petrom, dar nu si fata de cele doua companii de utilitati urmarite. Actiunea a avut un start bun la inceputul anului, insa in luna mai au intervenit corectii, (luna in care actiunea a fost, de asemenea, ex-dividend). Daca performanta actiunii era in linie cu a pietei la sfarsitul lunii trecute, in luna august actiunea a intrat pe un trend ascendent si a crescut cu 16% intr-o singura zi dupa ce informatia despre trecerea iminenta la cota I a BVB a devenit publica.

Mentionam insa faptul ca aceasta comparatie este distorsionata in mare masura de lichiditatea scazuta a actiunilor Conpet fata de a celor incluse in analiza. Transferul la categoria I a BVB ar putea mari vizibilitatea actiunilor Conpet si in consecinta si lichiditatea acestora, insa dat fiind free-float-ul redus (11,6%), ne indoim ca vom vedea imbunatatiri majore.

*Informatia despre transferul iminent al actiunii la BVB a determinat o crestere a pretului actiunii cu 16% intr-o singura zi*

### EVOLUTIA PRETELUI ACTIUNII

(%)	COTE	BET	BET -C	SNP	TEL	TGN
<b>1M</b>	29,4	10,1	8,0	5,6	8,8	0,3
<b>3M</b>	23,9	8,0	4,9	4,2	1,8	1,8
<b>6M</b>	23,4	6,6	2,4	7,3	3,3	1,7
<b>12M</b>	41,9	22,9	15,8	23,3	10,6	4,6
<b>YTD</b>	30,7	15,0	11,8	11,2	13,0	-3,8
<b>2012</b>	3,3	18,7	6,3	47,6	-27,1	-2,4

*NB: performanta este calculata in EUR, cu preturile din 26 iulie; performanta actiunilor individuale este ajustata cu dividendul*

*Sursa: Bloomberg, SSIF Broker*

## Evaluarea

Conpet se diferentiaza de alti concurenti prin randamentul dividendului, avand insa o profitabilitate mai redusa

### Analiza comparativa

In analiza comparativa am dorit sa indentificam companii din tarile invecinate sau din Europa care au ca domeniu de activitate transportul titeiului si al altor derivate. Am inclus in analiza noastra companiile americane doar ca parte ca mediei globale, intrucat exista diferente majore de dimensiune, precum si de specific al industriei petroliere si al pietei de capital. Din pacate, a fost greu sa gasim estimari pentru companiile selectate.

Din analiza noastra am descoperit urmatoarele aspecte ce merita sa fie mentionate:

- **Profitabilitate:** in 2012, companiile analizate au realizat o **marja EBITDA** mai mare decat cea a Conpet, mediana fiind in jur de 50%, in timp ce media globala pe sector se situeaza la aproximativ 37% (conform Bloomberg). Conpet si-a majorat marja EBITDA de la 21-22% in 2009-2012 pana la 25-26% in prezent. Din punct de vedere al **marjei nete**, Conpet inregistreaza, valori mult mai mici decat concurentii sai si media globala (Conpet 10%; media globala 17%; mediana pentru companiile analizate 24,4%). Din punct de vedere al indicatorului **ROE**, Conpet a obtinut un nivel de 5,5% in 2012, pe cand valoarea medie pentru companiile analizate a fost de 13%.
- **Randamentul dividendului:** desi informatiile referitoare la companiile analizate au fost limitate, media globala se situeaza in jur de 3%, ceea ce insemna ca din acest punct de vedere Conpet este o actiune atractiva chiar si dupa luarea in calcul a tuturor diferentelor la nivelul riscului. Chiar daca folosim previziunile companiei (pe care le consideram conservatoare) pentru profitul net din anul curent si o rata de distribuire a dividendului de 85%, obtinem un randament decent de 5,3%, care devine 9,3% pe baza estimarilor proprii. Totusi trebuie luat in considerare faptul ca rata de distribuire a dividendului s-ar putea micsora la 50% in anii urmatatori.

### CONPET ARE O PROFITABILITATE MAI MODESTA IN RAPORT CU COMPETITORII SAI, INSA UN RANDAMENT AL DIVIDENDULUI DECENT

Compania	Pretul*	MCap	ROE (%)			Marja EBIT (%)	Marja EBITDA (%)	Marja neta (%)
	(moneda locala)	EUR mn	2012	2013E	2014E	2012	2012	2012
Jadranski Naftovod DD	306,0	227	3,0	n/a	n/a	8,7	72,4	24,1
AK Transneft OAO	1.751,0	2,723	17,2	14,0	12,4	32,7	44,7	24,6
KazTransOil	3,9	1,497	8,8	15,4	16,0	32,7	42,8	23,4
Logistica de Hidrocarburos	24,9	42	78,0	n/a	n/a	23,5	53,1	27,5
<b>Mediana</b>			<b>13,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,2</b>	<b>28,1</b>	<b>48,9</b>	<b>24,4</b>
<b>Conpet **</b>	<b>44</b>	<b>85,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>n/a</b>	<b>8,7</b>	<b>25,5</b>	<b>9,2</b>
<b>Media globala</b>			<b>17,9</b>	<b>7,8</b>	<b>8,4</b>	<b>n/a</b>	<b>37,1</b>	<b>16,8</b>

\* bazat pe preturile din 26 iulie 2013, \*\*2014 pe baza pe bugetului companiei

Sursa: Conpet, Bloomberg, estimari SSIF Broker

Conpet pare a fi evaluat la justa valoare

Din punct de vedere al multiplilor EV/EBIT, actiunea Conpet se tranzactioneaza la un discount fata de alte companii din sector daca ne uitam la 2012, la o prima daca ne raportam la estimarile pentru 2013 si se situeaza mult sub media globala a multiplilor de P/E si EV/EBITDA (atentie insa la comparabilitatea limitata). Din pacate, nu am avut suficiente estimari pentru companiile selectate.

### IN PREZENT ACTIUNEA CONPET SE TRANZACTIONEAZA LA DISCOUNT FATA DE ALTI CONCURENTI

Compania	Bibg Ticker	Country	Pretul*	MCap	P/E			EV/EBIT		
			(LC)	EUR mn	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
Jadranski Naftovod DD	JNAFRA CZ	Croatia	306,0	227	17,3	n/a	n/a	15,4	n/a	n/a
AK Transneft OAO	TRNFP RX	Russia	1.751,0	2,723	2,7	3,0	3,0	3,6	3,4	3,4
KazTransOil	KZTO KZ	Kazakhstan	3,9	1,497	8,3	6,1	5,6	7,1	4,5	3,7
Logistica de Hidrocarburos	CLH/T SM	Spain	24,9	42	10,9	n/a	n/a	8,1	n/a	n/a
<b>Mediana</b>					<b>9,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>7,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>
<b>Conpet**</b>	<b>COTE RO</b>	<b>Romania</b>	<b>44</b>	<b>85,1</b>	<b>9,8</b>	<b>11,4</b>	<b>18,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>
<b>Media mondiala</b>					<b>47,9</b>	<b>43,0</b>	<b>20,0</b>	<b>29,1</b>	<b>14,1</b>	<b>12,7</b>

\* bazat pe preturile din 26 iulie 2013, \*\*2014 pe baza pe bugetului companiei

Sursa: Conpet, Bloomberg, estimari SSIF Broker



Pe baza analizei comparative am obtinut pentru Conpet o valoare justa situata in intervalul 31,7-46,1 lei/actiune

**Bazandu-ne pe analiza comparativa, estimam valoarea justa a actiunilor Conpet in intervalul 31,7-46,1 lei/actiune**

Pentru a calcula valoarea justa a actiunii Conpet am utilizat o combinatie intre multiplii P/E si EV/EBIT, aplicand un discount de 15% fata de mediana multiplilor companiilor comparabile selectate de noi.

## ANALIZA COMPARATIVA FOLOSIND UN DISCOUNT DE 15% FATA DE COMPANIILE SIMILARE

<b>Evaluare pe baza multiplilor</b>	
<b>Evaluare pe baza P/E</b>	
<b>P/E(x)</b>	<b>8,2</b>
2013E profit net/actiune (lei)	3,9
<b>Pret (lei)</b>	<b>31,7</b>
<b>Evaluare pe baza EV/EBIT</b>	
<b>EV/EBIT(x)</b>	<b>6,4</b>
2013E EBIT (mn lei)	29,3
EV (mn lei)	188,5
2012 datoria neta (mn lei)	-206,6
Valoare capital (mn lei)	395,0
<b>Pret (lei)</b>	<b>46,1</b>
<b>Intervalul de evaluare (RON/actiune)</b>	<b>31,7 – 46,1</b>

Sursa: Bloomberg, estimari SSIF Broker

## Previziuni si estimari

### Pentru 2013, am estimat o scadere de 2% a cantitatilor de titei din productia interna transportate, si am utilizat noile tarife, publicate in iunie anul trecut

Bazandu-ne pe datele statistice privind productia de titei de anul acesta, pana in prezent, pe rezultatele operationale inregistrate de Petrom in primul semestru 2013 si pe asumptiile noastre pentru Petrom pentru tot anul 2013, estimam o scadere de 2% a cantitatilor de titei autohton transportate. Suntem mai pesimisti in privinta cantitatilor de titei din import transportate, iar aici ne-am putea dovedi prea conservatori in cazul in care cererea s-a stabilizat dupa scaderea abrupta din ultimii ani. De fapt, rezultatele inregistrate de companie in sem. 1 2013 indica o crestere a cantitatilor de titei din import fata de sem. 1 2012, de aceea semnalam riscul de depasire a estimarilor noastre pentru cantitatile transportate. Am utilizat tarife mai mari decat cele din 2012, pentru a reflecta majorarea aprobata in mai si publicata in iunie 2012.

#### ESTIMAM O CONTRACTIE A CANTITATILOR TRANSPORTATE CARE VA CONTINUA SI IN 2013

Cantitati transportate (tone)	2010	2011	An/an (%)	2012	An/an (%)	2013E	An/an (%)
Titei autohton	4.126.296	4.193.335	1,6	4.302.049	2,6	4.237.518	-1,5
Titei importat	2.587.392	2.023.412	-21,8	1.488.055	-26,5	1.041.639	-30,0
Gazolina	45.306	42.438	-6,3	41.479	-2,3	39.405	-5,0
Condensat	93.509	117.010	25,1	126.304	7,9	126.304	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>6.852.503</b>	<b>6.376.195</b>	<b>-7,0</b>	<b>5.957.887</b>	<b>-6,6</b>	<b>5.444.866</b>	<b>-8,6</b>

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

#### STRUCTURA VENITURILOR OPERATIONALE 2010-2013E

Mn lei	2010	2011	2012	An/an (%)	2013E	% in total	An/an (%)
<b>Venituri operationale</b>	<b>376,4</b>	<b>383,6</b>	<b>379,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>380,0</b>		<b>0,2</b>
<b>Venituri din transport</b>	<b>337,9</b>	<b>339,4</b>	<b>332,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>333,4</b>	<b>87,7</b>	<b>0,3</b>
Titei autohton	271,7	282,7	284,7	0,7	296,6	78,1	4,2
Titei importat	57,1	46,1	36,0	-21,9	25,0	6,6	-30,6
Gazolina	3,0	3,0	3,0	1,3	2,9	0,8	-4,0
Condensat	6,0	7,7	8,8	14,1	8,8	2,3	0,9
Alte activitati	1,9	2,3	2,1	-10,6	2,1	0,5	0,0
Alte venituri operationale	36,6	41,8	44,6	6,6	44,6	11,7	0,0

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

Desi estimam usoare scaderi ale EBITDA in 2013, nu suntem atat de pesimisti in privinta rezultatelor precum este compania

### Estimam un an 2013 mai slab decat 2012 la EBITDA, EBIT constant si o crestere a profitului net

Am folosit estimarile companiei legate de cheltuielile cu personalul, inasa am folosit propriile estimari referitor la redeventa, cheltuieli materiale si alte cheltuieli operationale luand ca reper anul precedent. Am obtinut un EBIT de 29,3mn lei, nemodificat fata de anul precedent si un profit net de 33,2mn lei, in crestere cu 7,6 fata de 2012. Am folosit o rata de impozitare de 16%, totusi, in ultimii ani compania a platit o rata efectiva situata intre 18% si 25%.

#### ESTIMARILE NOASTRE DE CONT DE PROFIT SI PIERDERI (RAS)

Mn lei	2010	2011	2012	2013E	An/an (%)
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>339,8</b>	<b>341,8</b>	<b>334,6</b>	<b>333,4</b>	<b>-0,4</b>
Alte venituri operationale	36,5	41,7	44,4	44,4	0,0
Variatia stocurilor, costuri capitalizate	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Cheltuieli cu materiile prime, materialele	-15,6	-14,7	-16,0	-16,7	4,5
Cheltuieli cu personalul	-99,7	-95,7	-96,9	-100,3	3,5
Redeventa	-29,2	-26,4	-26,3	-26,7	1,4
Alte cheltuieli operationale	-154,1	-157,8	-154,8	-160,0	3,4
<b>EBITDA</b>	<b>77,9</b>	<b>89,1</b>	<b>85,2</b>	<b>74,2</b>	<b>-12,9</b>
Marja EBITDA (%)	22,9	26,1	25,5	22,3	-12,5
Deprecierea si amortizarea	-39,4	-62,3	-56,1	-44,9	-20,0
<b>EBIT</b>	<b>38,4</b>	<b>26,8</b>	<b>29,0</b>	<b>29,3</b>	<b>1,0</b>
Marja EBIT (%)	11,3	7,8	8,7	8,7	0,0
Rezultat financiar	8,9	11,1	10,8	10,2	-5,9
<b>Profit brut</b>	<b>47,3</b>	<b>37,8</b>	<b>39,9</b>	<b>39,5</b>	<b>-0,9</b>
Impozit pe profit	-8,6	-9,3	-9,0	-6,3	-30,0
<b>Profit net</b>	<b>38,7</b>	<b>28,6</b>	<b>30,9</b>	<b>33,2</b>	<b>7,6</b>
Marja neta (%)	11,4	8,4	9,2	10,0	0,7

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

## Analiza rezultatelor inregistrate in 2012

*Cantitatile de produse autohtone transportate s-au redus din cauza diminuarii cererii Lukoil; imbunatatirea rezultatului operational a fost, in mare masura, datorata scaderii cheltuielilor cu amortizarea*

### Putin mai bun decat 2011, in mare parte datorita cheltuielilor cu amortizarea mai mici

In 2012, Conpet a inregistrat o scadere a cifrei de afaceri cu 2,1%, in principal datorata scaderii cu 7,6% a cantitatilor transportate, rezultate din cererea mai mica provenita de la Lukoil. Cheltuielile cu materialele si personalul au crescut fata de anul precedent cu 9% si respectiv 1,3%. Conpet a inregistrat in 2012 o reducere a EBITDA de 4,4% fata de anul precedent, la 85.2mn lei. Totusi, scaderea cheltuielilor cu deprecierea a permis companiei sa inregistreze o crestere a EBIT de 8,5%. Rezultatul financiar a ramas pozitiv, reducandu-se usor fata de anul precedent (-2,1%). Profitul net a crescut cu 8%, pe cand marja neta cu 0,9 puncte procentuale la 9,2%.

In decembrie 2012, Conpet a continuat sa inregistreze o pozitie de numerar net de 207mn lei, in crestere fata de anul precedent (183mn lei). Datoria bancara totala la sfarsitul anului 2012 a scazut practic la 0 (de la 19.2mn lei in 2011), datorita finalizarii rambursarii creditului contractat de la Banca Mondiala.

### REZULTATE CONPET 2012 (RAS)

Mn lei	2010	2011	An/an (%)	2012	An/an (%)
<b>Cifra de afaceri (CA)</b>	<b>339,8</b>	<b>341,8</b>	<b>0,6</b>	<b>334,6</b>	<b>-2,1</b>
Alte venituri operationale	36,5	41,7	14,2	44,4	6,5
Cheltuieli materiale	-15,6	-14,7	-6,0	-16,0	9,2
Cheltuieli cu personalul	-99,7	-95,7	-4,0	-96,9	1,3
% din CA	29,3	28,0	-1,3pp	29,0	1,0pp
Redeventa	-29,2	-26,4	-9,7	-26,3	-0,2
% din CA	8,6	7,7	-0,9pp	7,9	-0,2pp
Alte cheltuieli operationale	-154,1	-157,8	2,4	-154,8	-1,9
<b>EBITDA</b>	<b>77,9</b>	<b>89,1</b>	<b>14,4</b>	<b>85,2</b>	<b>-4,4</b>
Deprecierea si amortizarea	-39,4	-62,3	58,0	-56,1	-9,9
<b>EBIT</b>	<b>38,4</b>	<b>26,8</b>	<b>-30,4</b>	<b>29,0</b>	<b>8,5</b>
Rezultat financiar	8,9	11,1	24,7	10,8	-2,1
<b>Profit brut</b>	<b>47,3</b>	<b>37,8</b>	<b>-20,0</b>	<b>39,9</b>	<b>5,4</b>
Impozit pe profit	-8,6	-9,3	7,6	-9,0	-2,7
<b>Profitul net</b>	<b>38,7</b>	<b>28,6</b>	<b>-26,2</b>	<b>30,9</b>	<b>8,0</b>

Sursa: Conpet, SSIF Broker

## Analiza rezultatelor din trimestru al doilea 2013

*Rezultatele bune ale Conpet in trim. 2 2013 si sem. 1 2013, sustinute de cresterea cantitatilor transportate si scaderea cheltuielilor cu amortizarea si alte activitati*

### EBITDA, EBIT si profitul net au crescut in T2 2013, dupa un T1 2013 bun dar nu impresionant

Conpet a inregistrat o crestere a cifrei de afaceri de 8% in T2 2013 si respectiv 5,7% in sem. 1 2013, sustinuta de cresterea cantitatilor transportate in special in cazul titeiului din import. Compania a semnalat insa si realizarea unor beneficii conjuncturale in sem. 1 2013 (2,6mn lei garantie de participare la o licitatie, incasata de la GFR SA si 0.96mn lei din vanzarea unor stocuri de titei). Cheltuielile s-au redus fata de anul trecut, in special amortizarea si costurile cu alte activitati (baze sportive, cantine). Profitul net a crescut cu 48% in T2 2013 si cu 26% in sem. 1 2013, acesta din urma reprezentand 80,4% din bugetul companiei pentru anul 2013.

### REZULTATE CONPET TRIMESTRUL II 2013 (RAS)

Mn lei	T2 2012	T1 2013	T2 2013	An/an (%)	Trim./trim. (%)	Sem. I 2012	Sem. 1 2013	An/an (%)	% din budget
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>80,9</b>	<b>84,4</b>	<b>87,4</b>	<b>8,0</b>	<b>3,6</b>	<b>162,5</b>	<b>171,8</b>	<b>5,7</b>	
Total venituri operationale	91,6	91,7	94,8	3,5	3,4	183,2	186,5	1,8	49,5
<b>EBITDA</b>	<b>21,8</b>	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>	<b>7,0</b>	<b>4,4</b>	<b>45,0</b>	<b>45,6</b>	<b>1,3</b>	
Marja EBITDA (%)	26,9	26,5	26,6	-0,3	0,2	27,7	26,5	-1,2	
Total costuri operationale	-12,7	-10,3	-10,2	-20,0	-1,0	-25,9	-20,4	-21,0	
Deprecierea si amortizarea	-82,6	-79,6	-81,7	-1,0	2,6	-164,1	-161,3	-1,7	46,3
<b>EBIT</b>	<b>9,0</b>	<b>12,0</b>	<b>13,1</b>	<b>45,0</b>	<b>8,9</b>	<b>19,2</b>	<b>25,2</b>	<b>31,4</b>	<b>90,1</b>
Marja EBIT (%)	11,2	14,3	15,0	3,8	0,7	11,8	14,6	2,9	
Rezultat financiar	2,0	2,9	3,0	52,8	1,9	5,3	5,9	11,9	58,2
<b>Profit brut</b>	<b>11,0</b>	<b>15,0</b>	<b>16,1</b>	<b>46,4</b>	<b>7,5</b>	<b>24,5</b>	<b>31,1</b>	<b>27,2</b>	<b>81,6</b>
<b>Profitul net</b>	<b>9,0</b>	<b>12,4</b>	<b>13,3</b>	<b>48,0</b>	<b>7,4</b>	<b>20,5</b>	<b>25,8</b>	<b>25,7</b>	<b>80,4</b>

Sursa: Conpet, SSIF Broker

## Date financiare

### CONTUL DE PROFIT SI PIERDERE (RAS)

Mn lei	2009	2010	2011	2012	2013E
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>316,6</b>	<b>339,8</b>	<b>341,8</b>	<b>334,6</b>	<b>333,4</b>
Alte venituri operationale	39,8	36,5	41,7	44,4	44,4
Cheltuieli materiale	-17,5	-15,6	-14,7	-16,0	-16,7
Cheltuieli cu personalul	-96,2	-99,7	-95,7	-96,9	-100,3
Redeventa	n/a	-29,2	-26,4	-26,3	-26,7
Alte costuri operationale	-176,2	-154,1	-157,8	-154,8	-160,0
<b>EBITDA</b>	<b>66,6</b>	<b>77,9</b>	<b>89,1</b>	<b>85,2</b>	<b>74,2</b>
Deprecierea si amortizarea	-43,1	-39,4	-62,3	-56,1	-44,9
<b>EBIT</b>	<b>23,5</b>	<b>38,4</b>	<b>26,8</b>	<b>29,0</b>	<b>29,3</b>
Rezultat financiar	18,4	8,9	11,1	10,8	10,2
<b>Profit brut</b>	<b>41,9</b>	<b>47,3</b>	<b>37,8</b>	<b>39,9</b>	<b>39,5</b>
Impozit pe profit	-7,5	-8,6	-9,3	-9,0	-6,3
<b>Profitul net</b>	<b>34,3</b>	<b>38,7</b>	<b>28,6</b>	<b>30,9</b>	<b>33,2</b>

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

### BILANT (RAS)

Mn lei	2009	2010	2011	2012	2013E
<b>Active imobilizate</b>	<b>409,5</b>	<b>403,8</b>	<b>380,2</b>	<b>357,2</b>	<b>373,9</b>
Imobilizari corporale	399,6	393,5	370,2	349,7	367,1
Alte imobilizari necorporale	9,5	9,6	9,5	6,7	5,8
Investitii pe termen lung	0,5	0,7	0,4	0,9	1,0
<b>Active circulante</b>	<b>209,2</b>	<b>231,7</b>	<b>250,5</b>	<b>262,5</b>	<b>259,2</b>
Casa si conturi la banci	154,5	170,0	201,7	206,6	205,6
Stocuri	23,8	24,9	19,5	19,7	19,6
Creante	30,7	36,6	29,1	36,0	33,7
<b>Capital si rezerve</b>	<b>495,8</b>	<b>531,7</b>	<b>541,0</b>	<b>561,9</b>	<b>572,8</b>
Capital social	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6
<b>Datorii pe termen lung</b>	<b>54,9</b>	<b>44,0</b>	<b>21,7</b>	<b>17,8</b>	<b>17,6</b>
Sume datorate institutiilor de credit	33,3	17,9	0,0	0,0	0,0
<b>Datorii curente</b>	<b>68,0</b>	<b>59,8</b>	<b>67,9</b>	<b>40,1</b>	<b>42,8</b>
Sume datorate institutiilor de credit	16,6	19,2	19,2	0,0	0,0
Datorii comerciale - furnizori	31,2	20,1	23,9	17,7	20,4
Alte datorii curente	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total datorii</b>	<b>122,9</b>	<b>103,8</b>	<b>89,6</b>	<b>57,9</b>	<b>60,3</b>
<b>Total pasiv</b>	<b>618,7</b>	<b>635,5</b>	<b>630,7</b>	<b>619,8</b>	<b>633,1</b>

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

## SITUATIA FLUXURILOR DE NUMERAR (RAS)

Mn lei	2009	2010	2011	2012	2013E
Profit net	34,3	38,7	28,6	30,9	32,0
Deprecierea	43,1	39,4	62,3	56,1	44,9
Modificari ale capitalului de lucru	-13,0	-18,0	16,7	-13,3	5,1
Altele, net	-26,6	-14,1	-4,8	-0,3	-0,1
Cash flow operational	37,8	46,0	102,7	73,3	83,2
Cash flow investitional	-32,9	-24,2	-16,1	-24,4	-7,0
Cash flow financiar	-15,2	-6,3	-55,0	-44,0	-29,7
Modificari nete in cash	-10,3	15,5	31,7	4,9	46,5
Free cash flow	38,7	53,9	72,8	30,4	57,3

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

## PRINCIPALII INDICATORI

	2010	2011	2012	2013E
Cresteri cifra de afaceri (%)	7,3	0,6	-2,1	-0,4
Cresteri EBITDA (%)	17,0	14,4	-4,4	-12,9
Cresteri profit net (%)	12,7	-26,2	8,0	7,6
Marja EBITDA (%)	22,9	26,1	25,5	22,3
Marja EBIT (%)	11,3	7,8	8,7	8,8
Datorii/capitaluri proprii (%)	7,0	3,5	0,0	0,0
Datorii nete/capitaluri proprii (%)	-25,0	-33,7	-36,8	-35,9
Capitaluri proprii/total activ (%)	83,7	85,8	90,7	90,5
ROE (%)	7,3	5,3	5,5	5,8
ROCE (%)	7,2	4,8	5,6	6,1
ROA (%)	6,1	4,5	5,0	5,2
Marja neta (%)	11,4	8,4	9,2	10,0
Rata de distributie a dividendelor (%)	90,0	90,0	85,0	85,0
Active curente/pasive curente (x)	3,9	3,7	6,6	6,1
Viteza de rotatie a activelor fixe (x)	0,86	0,90	0,93	0,93
Total active/capitaluri proprii (x)	1,20	1,17	1,10	1,11
Rata de impozitare (%)	18,2	24,5	22,6	16,0
Profit cash pe actiune (RON)	9,1	10,6	10,2	9,1

Sursa: Conpet, estimari SSIF Broker

## DISCLAIMER

Our recommendations are based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice.

This analysis is for information purposes only and (i) does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any financial, money market or investment instrument or any security, (ii) is neither intended as such an offer for sale or subscription of or solicitation of an offer to buy or subscribe for any financial, money market or investment instrument or any security nor (iii) as an advertisement thereof. The investment possibilities discussed in this report may not be suitable for certain investors depending on their specific investment objectives and time horizon or in the context of their overall financial situation. The investments discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial, money market or investment instrument or security under discussion is not explained in their entirety.

This information is given without any warranty on an "as is" basis and should not be regarded as a substitute for obtaining individual advice. Investors must make their own determination of the appropriateness of an investment in any instruments referred to herein based on the merits and risks involved, their own investment strategy and their legal, fiscal and financial position. As this document does not qualify as an investment recommendation or as a direct investment recommendation, neither this document nor any part of it shall form the basis of, or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into, any contract or commitment whatsoever. Investors are urged to contact their bank's investment advisor for individual explanations and advice.

Neither SSIF Broker SA nor any of its respective directors, officers or employees nor any other person accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith.

This analysis is being distributed by electronic and ordinary mail to professional investors, who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this publication, and may not be redistributed, reproduced or published in whole or in part for any purpose.

SSIF Broker SA may hold financial instruments presented in this report and/or have contractual relationships with the issuers presented. Also, SSIF Broker SA can also act as market maker for some financial instruments presented in this report.

To prevent the conflicts of interest, SSIF Broker has established the appropriate organizational arrangements ("Chinese Walls"), by restricting communication between Research Department and other Departments of the SSIF Broker SA, in compliance with rules and regulations with regards to the confidential information and market abuse.

### SSIF Broker disclosures

Company	Ticker	Disclosures
Agromec SA Scornicești	AHNL	7
Anteco SA	ANTE	1, 8
Banca Transilvania SA	TLV	4
Bucovina SA	BUCS	1
Cemacon SA	CEON	1, 8
Conpet SA Ploiești	COTE	5
Conted SA Dorohoi	CNTE	7
Electroprecizia SA Sacele	ELZY	5
Fondul Proprietatea	FP	2
Mindo SA Dorohoi	MINO	7
Napochim SA	NACH	1, 8
Petal SA	PETY	1
Remat Maramures SA	REMM	1, 8
SIF Muntenia SA	SIF4	3, 2
SIF Moldova SA	SIF2	4
Socim SA Suceava	SOCI	7
SUT SA Oradea	SUTB	5
Transchim SA	TRAI	1

Note:

1. SSIF Broker SA is an insider in the company (holds more than 10% of the share capital)
2. SSIF Broker SA act as market maker or liquidity provider in relation to securities issued by this company
3. The company is a significant shareholder of SSIF Broker SA (holds more than 10% of the share capital)
4. The company is shareholder of SSIF Broker SA (holds less the 10% of the share capital)
5. The company currently is a client of SSIF BROKER SA for the provision of corporate services
6. In the last 12 months SSIF Broker SA has been lead manager, co-lead manager or co-manager of a public offering of the company's financial instruments
7. In the last 12 months SSIF Broker SA has received compensations for the corporate services from this company
8. A director, officer or agent of SSIF BROKER SA is an officer, director, or serve as an advisor or board member of this company

### Analyst certification

The authors of this analysis certify that the remuneration has not been, and will not be, geared to the recommendations or views expressed in this study, neither directly nor indirectly. Also, the authors of the present analysis certify that the views expressed in this analysis accurately reflect their personal views about any and all the securities or issuers mentioned in the present analysis.

### Notice for the United Kingdom residents:

This research report is directed only to the clients who are Eligible Counterparties or Professional Clients and is exempt from the general restrictions in section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 on the communication or invitations or inducements activity on the ground that it is being distributed in the United Kingdom only to the persons of a kind described in Article 19(5) (Investment professionals) and 49(2) (High Net Worth companies, unincorporated association etc) of the Financial Services and Markets Act 2000, Order 2005 (as amended). This research report is not intended to be distributed, directly or indirectly, to any other category of persons, as well as to the retail clients, as defined under the rule of the Financial Services Authorities.

## Notice for the US residents:

This research report is directed only to the major U.S. institutional investors, as defined under Rule 15a-6 promulgated under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended, and as interpreted by the staff of the U.S. Securities and Exchange Commission. This research report is not intended to be used by any other person or entity that is not a major U.S. institutional investor. If you have received a copy of this research report and are not a major institutional investor, you are instructed not to read, rely on or reproduce the contents hereof, and to destroy this research report or return it to SSIF Broker SA. The analysts who prepare this research report are employees of SSIF Broker SA and are not associated persons or employees of any U.S. registered broker/dealer. Therefore the analyst(s) are not subject to Rule 2711 of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) or to Regulation AC adopted by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) which among other things, restrict communications with a subject company, public appearances and personal trading in securities by a research analyst. Any U.S. recipient of this report that wishes to discuss or receive additional information regarding any security or issuer mentioned herein, or engages in any transaction to purchase or sell or solicit or offer the purchase or sale of such securities, should contact a registered representative of SSIF Broker SA.

## Responsibility for the content of this publication lies with:

SSIF Broker SA, 16 Splaiul Unirii, 8<sup>th</sup> floor, Room 802-804, Sector 4, Bucharest, Romania. Authority responsible for the supervision of SSIF Broker SA is the Romanian National Securities Commission ([www.cnvmr.ro](http://www.cnvmr.ro)). This analysis is presented in accordance with Regulation no. 16 regarding recommendations for investments in financial instruments.

All materials presented in this analysis, unless indicated separately, are under the copyright of SSIF Broker SA. None of the materials or content or any copy thereof may not be modified, transmitted, copied or distributed to any other party, without the permission of SSIF Broker SA. All trademarks, service marks and logos used in this analysis are trademarks or service marks or registered trademarks of SSIF Broker SA. Downloading the materials provided by SSIF Broker SA, without quoting the source is prohibited and punishable by law.

Information related to the securities referred in this analysis may be obtained from SSIF Broker SA upon request.

## Recommendation system

**Buy:** the stock is expected to generate total returns in excess of 15% over the next 12 months, as implied by the target price

**Hold:** the stock is expected to generate total returns of 0-15% over the next 12 months, as implied by the target price ca

**Sell:** the stock is expected to generate negative total returns over the next 12 months, as implied by the target price

**Restricted:** disclosure of financial estimates, target price and rating of a stock is temporarily restricted due to compliance reasons (e.g. conflict of interests)

**Coverage in transition:** due to changes in the research team, disclosure of financial estimates, target price and rating of a stock are temporarily suspended.

**CONTACT:****SSIF BROKER SA****Divizia Clienti Institutionali**

16 Splaiul Unirii, 8th floor, rooms 802-804, sector 4

040035 Bucharest

institutional@ssifbroker.ro

**ANALIZA****Adriana Marin***Director Divizia Clienti Institutionali  
& Director de Analiza***Tel:** +40 21 387 3505 / +40 364 260 766**Mobile:** +40 740 008 015**Email:** adriana.marin@ssifbroker.ro**Carmen Arsene, CFA***Analist Senior***Tel:** +40 21 387 3459 / +40 364 260 765**Mobile:** +40 745 040 077**Email:** carmen.arsene@ssifbroker.ro**Dr. Andrei Radulescu***Analist Senior***Tel:** +40 21 387 3456**Mobile:** +40 730 727 516**Email:** andrei.radulescu@ssifbroker.ro**DEPARTAMENT JURIDIC****Catalin Nae-Serban***Consilier juridic***Tel:** +40 364 260 763**Mobile:** +40 741 060 098**Email:** catalin.nae@ssifbroker.ro**VANZARI & TRANZACTIONARE****Serban Marin***Director de Tranzactionare***Tel:** +40 364 260 761**Mobile:** +40 741 060 000**Email:** serban.marin@ssifbroker.ro**Daniel Gavrilă***Trader Senior***Tel:** +40 364 260 762**Mobile:** +40 745 466 251**Email:** daniel.gavrila@ssifbroker.ro**Alexandru Preda***Trader***Tel:** +40 213 873 456**Mobile:** +40 749 026 083**Email:** alexandru.preda@ssifbroker.ro**Nicoleta Banica***Director de Vanzari***Tel:** +40 364 260 764**Mobile:** +40 741 535 228**Email:** nicoleta.banica@ssifbroker.ro**SSIF Broker S.A.***Calea Motilor nr. 119 Cluj-Napoca***tel** 0364 401 709**fax** 0364 401 710**email** secretariat@ssifbroker.ro**www.ssifbroker.ro***ANSPDCP nr. înreg. 1187-2009**Decizia CNVM 3097/10.09.2003**Capital social 84.670.466,75 lei**Nr. înreg la ORC J12/3038/1994 | CUI 6738423**RO22BRDE130SV07791571300 BRD Suc. Cluj-Napoca*