



# Conpet

## Păstrare(Hold)

Menținut

Preț: 96,0 Lei

Preț țintă: 105,3 Lei (de la 74,3 Lei)

### Bugetul indică câștiguri stabile

CONPET a publicat bugetul estimat pentru 2017 și anumite previziuni pentru 2018 și 2019. Toate predicțiile indică câștiguri stabile în continuare, în ciuda previziunilor noastre anterioare care indicau o ușoară scădere a profitului. Managementul se așteaptă la o ușoară scădere a veniturilor, în același timp anticipând, în egală măsură, reducerea cheltuielilor. În consecință, am estimat o creștere a câștigurilor în 2017 cu 29%, până la 66 mil lei, și cu 31%, până la 67 mil lei în 2018E. Compania încă deține o poziție de numerar semnificativă, care la momentul actual este investit în certificate de trezorerie, ceea ce generează un randament scăzut. Am putea asista la o eventuală distribuție a unei părți din numerar ca dividend special, cu rol de catalizator pentru prețurile acțiunilor noastre, însă nu am inclus această opțiune în analiza noastră prezentă. Ca urmare a modificării estimărilor noastre legate de câștiguri, menținem recomandarea de PĂSTRARE (HOLD), cu un nou preț țintă (PT) de 105,3 Lei (de la 74,3 Lei), ceea ce implică o creștere de 9,7%.

**Câștigurile vor continua să fie semnificative în următorii ani.** Compania și-a stabilit bugetul estimat pentru 2017, care indică faptul că, câștigurile rămân constante în următorii ani. Este posibil ca volumele la transport să fi atins un vârf în 2016 datorită faptului că rafinăria Lukoil a lucrat la capacitate maximă. Ne așteptăm la o scădere în 2017, cu precădere pe zona de import unde, conform contractelor semnate cu Lukoil, scăderea ar fi de 10-15%. Aceste estimări pot fi traduse în venituri din transport reduse (cu 6% în 2017). Cu toate acestea, luând în considerare reducerea cheltuielilor de exploatare, reducerea veniturilor din transport nu va afecta profitul operational, în opinia noastră. În consecință, previzionăm un profit operational de 75 mil lei pentru următorii doi ani, după care anticipăm un trend descendent.

**Potențial pentru acordarea unui dividend special.** CONPET deține un total de 407 mil lei în numerar și echivalente de numerar (mai mare cu 7% față de aceeași perioadă a anului anterior). Doar o parte din numerarul din cota de dezvoltare (un tip de cheltuielă deductibilă fiscal, similară cu deprecierea), poate fi distribuit ca dividend special, mai ales având în vedere faptul că planul de investiții nu necesită numerar semnificativ și compania nu are nicio datorie. O încercare de a se distribui un dividend special de 8,3 lei (DPS) a avut loc anul trecut (implicând un randament mai mare de 10% la momentul respectiv) a eșuat, întrucât statul a votat împotriva distribuției. Având în vedere bugetul extins de anul acesta, credem că există șanse reale ca acest dividend special să fie aprobat, în cazul în care se propune din nou, anul acesta, în cadrul Adunării Generale Anuale (convocată, în mod normal, la sfârșitul lunii martie).

**Dependența de un număr mic de clienți.** Chiar dacă managementul are o anumită imagine pe termen scurt ex. contractele semnate cu OMV Petrom și Lukoil pentru 2017, menționăm faptul că, aceste două companii care reprezintă principalii clienți ai CONPET generează anumite riscuri financiare. Deși transportul de țiței prin conducte este categoric mai ieftin decât alte mijloace de transport, volumele contractate de Petrom și Lukoil vor depinde de condițiile pieței, iar transportul intern va începe să scadă, ca urmare a profilului câmpurilor petrolifere (mature) exploatate de Petrom.

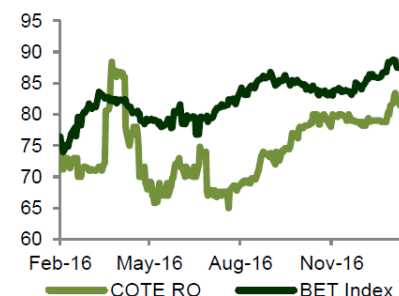
#### Tranzacționarea cu discount pentru companiile similare din sectorul energetic

Potrivit estimărilor pe 2018 EV/EBITDA (valoarea companiei/profit operațional) de 3.8x, CONPET tranzacționează la un discount de 45% față de companiile similare, în timp ce raportul P/E (preț/câștig), de 12,5x este asemănător celui înregistrat de companiile similare. Tranzacționarea cu discount pe indicatorul EV/EBITDA este generată de poziția crescută de numerar a companiei CONPET, ceea ce generează rentabilitate scăzută, așa cum se poate observa din raportul P/E (preț/câștig). Distribuția unui dividend special ar putea conduce la scăderea raportului P/E (preț/câștig).

|       | Profit<br>(mld lei) | Profit Net<br>(mil lei) | Acțiuni în<br>circulație (mil) | EPS(rezultatul pe<br>acțiune)<br>(RON) | EPS<br>creștere | P/E<br>Preț/câștig<br>(x) | EV/EBITDA<br>(x) | ROE(rentabilitatea<br>capitalurilor<br>proprii)<br>(%) | Dps<br>(dividend<br>per acțiune)<br>(RON) | Rentabilitatea<br>dividendului |
|-------|---------------------|-------------------------|--------------------------------|--|-----------------|---------------------------|------------------|--|---|--------------------------------|
| 2014  | 375                 | 50                      | 8,7                            | 5,8                                    | 61,3%           | 16,5                      | 4,9              | 7,3%   | 5,9                                       | 6,2%                           |
| 2015  | 381                 | 61                      | 8,7                            | 7,1                                    | 21,6%           | 13,5                      | 5,9              | 8,3%   | 7,3                                       | 7,6%                           |
| 2016  | 380                 | 64                      | 8,7                            | 7,4                                    | 5,0%            | 12,9                      | 5,0              | 8,3%   | 7,1                                       | 7,4%                           |
| 2017E | 359                 | 66                      | 8,7                            | 7,6                                    | 1,8%            | 12,7                      | 3,8              | 8,3%   | 7,0                                       | 7,3%                           |
| 2018E | 365                 | 67                      | 8,7                            | 7,7                                    | 1,5%            | 12,5                      | 3,8              | 8,3%   | 6,9                                       | 7,2%                           |
| 2019E | 362                 | 63                      | 8,7                            | 7,3                                    | -5,3%           | 13,2                      | 3,9              | 7,8%   | 6,6                                       | 6,8%                           |

| Evenimente așteptate       |                 |
|----------------------------|-----------------|
| Raportarea rezultatelor    | 29 martie 2017  |
| Adunarea Generală Anuală   | 26 aprilie 2017 |
| Cifre Cheie                |                 |
| Capitalizare bursieră      | 806,8mil Lei    |
| Free float                 | 41%             |
| Acțiuni în circulație      | 8,65mil         |
| Acționar majoritar         | Statul român    |
| Cod Bloomberg              | COTE RO         |
| BET Index                  | 7,568           |
| Evoluția prețului          |                 |
| Interval – 52 de săptămâni | 65,93 Lei       |
| Evoluție – 52 săptămâni    | 22%             |
| Performanță relativă       | 0%              |

Evoluția prețului acțiunii CONPET la 12 luni



## Cuprins

|   |   |
|---|---|
| Evaluare.....                             | 3 |
| Modificări în previziunile noastre .....  | 4 |
| Riscuri .....                             | 5 |
| Situația financiară .....                 | 6 |
| Dezvăluirea informațiilor relevante ..... | 8 |

## Prețurile de închidere începând cu 7 februarie 2017

© 2017 by WOOD & Company Financial Services, a.s.

All rights reserved. No part of this report may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical without written permission from WOOD & Company Financial Services, a.s. This report may not be lent, resold, hired out or otherwise disposed of by way of trade in any form of binding or cover other than that in which it is published without written permission from WOOD & Company Financial Services, a.s.

Requests for permission to make copies of any part of this report should be mailed to:

WOOD & Company Financial Services a.s.

Palladium, Namesti Republiky 1079/1a,

110 00 Prague 1 - Czech Republic tel.: +420 222 096 111 fax: +420 222 096 222 <http://www.wood.cz>

# Evaluare

Evaluarea realizată de noi pentru CONPET se bazează pe o medie a: i) calculațiilor fluxului de numerar actualizat DCF (metoda actualizării); și ii) modelului actualizării dividendului (DDM). La rezultat am adăugat separat poziția numerarului net, în procent de 40%. Am decis să adăugăm poziția de numerar și la evaluarea prin metoda actualizării dividendului (DDM) considerând posibilitatea acordării dividendului special.

## Evaluare rezumativă

|   | Valoarea capitalului propriu (mil Lei) | Per acțiune  |
|---|--|--------------|
| 1. DCF (flux de numerar actualizat)           | 636                                    | 73.5         |
| 2. DDM (metoda de actualizare a dividendului) | 680                                    | 78.6         |
| Medie (50:50)                                 | 658                                    | 76.0         |
| Ajustată cu costul capitalului propriu        |  | 83.6         |
| Numerar net în procent de 40%                 | 242                                    | 28.0         |
| Valoarea terenurilor ce aparțin statului      | 54                                     | 6.2          |
| <b>Prețul rezultat</b>                        |  | <b>105.3</b> |
| <b>Prețul curent</b>                          |  | <b>96.0</b>  |
| Potențial de creștere                         |  | 9.7%         |

Source: WOOD Research

## Ipoteze (DCF) legate de fluxul de numerar actualizat:

S O rată liberă de risc (RFR) de 4,5%.

S O primă de risc de capital (ERP) de 4,5% și o beta (volatilitate) de 1,0x.

Maximul creșterii 1,0%.

## Evaluarea DCF (fluxului de numerar actualizat)

|   | 2017E       | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|---|-------------|-----------|-----------|-----------|
| EBIT (câștiguri înainte de dobândă și taxe)                             | 75          | 76        | 72        | 68        |
| Rata impozitului pe profit [T]  | 16,0%       | 16,0%     | 16,0%     | 16,0%     |
| EBIT*(1-T)=NOPAT (profit operational net după impozitare)               | 63          | 64        | 61        | 57        |
| Depreciere & amortizare   | 40          | 42        | 43        | 44        |
| Cota de dezvoltare (net)  | 23          | 20        | 18        | 16        |
| Numerar din capitalul de lucru  | -4          | -4        | -3        | -3        |
| CAPEX (cheltuielii de capital) [I]                                      | -60         | -50       | -50       | -45       |
| Fluxul de numerar liber [FCF]   | 62          | 73        | 69        | 69        |
| Factor de actualizare   | 0,92        | 0,84      | 0,76      | 0,70      |
| <b>Valoarea actuală (PV) a fluxului de numerar liber (FCF) [PV:FCF]</b> | <b>57</b>   | <b>61</b> | <b>53</b> | <b>48</b> |
| Suma [PV:FCF]   | 219         |           |           |           |
| Rata de creștere pe termen lung a fluxului de numerar liber (FCF)       | 1,0%        |           |           |           |
| Valoarea reziduală preconizată (ajustată la cota de modernizare)        | 601         |           |           |           |
| PV (valoarea planificată) a valorii reziduale                           | 418         |           |           |           |
| EV (valoarea realizată)   | 636         |           |           |           |
| Număr de acțiuni  | 8,66        |           |           |           |
| <b>Valoare/acțiune</b>  | <b>73,5</b> |           |           |           |

Source: WOOD Research

## Calculația Costului mediu ponderat al capitalului (WACC)

|   | 2017-20E |
|---|----------|
| Volatilitate (Beta)                     | 1,1      |
| Rată liberă de risc                     | 4,50%    |
| Primă de piață                          | 4,50%    |
| Costul capitalului propriu              | 9,9%     |
| Costul datoriei (înainte de impozitare) | 6,0%     |
| Rată de impozitare marginală            | 16,0%    |
| Costul datoriei după impozitare         | 5,0%     |
| Pondere k(e)                            | 100,0%   |
| Pondere k(d)                            | 0,0%     |
| WACC%                                   | 9,9%     |

Source: WOOD Research

## Ipoteze (DDM) legate de actualizarea dividendului

Utilizăm un cost al capitalului propriu de 9.0%, o rată liberă de risc (RFR) de 4.5%, o primă de risc de capital de 4.5% (ERP) și o volatilitate (beta) de 1.0x.

Pentru a prognoza dividendele, am aplicat o rată de plată a dividendelor ce variază între 50% și 80% (în 2020E, la finalul perioadei analizate).

A 1.0% maximul creșterii

## Evaluare DDM

|  | 2016E       | 2017E     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|--|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Dividende  | 63,2        | 61,2      | 60,4      | 59,9      | 56,8      |
| Factor de actualizare  | 0,98        | 0,89      | 0,81      | 0,74      | 0,67      |
| <b>Valoare actuală</b>   | <b>62</b>   | <b>55</b> | <b>49</b> | <b>44</b> | <b>38</b> |
| Sumă   | 248         |           |           |           |           |
| <b>Rata de creștere pe termen lung a fluxului de numerar liber (FCF)</b> | <b>1,0%</b> |           |           |           |           |
| Valoare reziduală preconizată  | 644         |           |           |           |           |
| <b>Valoare actuală a valorii reziduale</b>                               | <b>433</b>  |           |           |           |           |
| Valoare câștigată  | 680         |           |           |           |           |
| Număr de acțiuni   | 8.66        |           |           |           |           |
| <b>Valoare per acțiune</b>   | <b>78,6</b> |           |           |           |           |

Source: WOOD Research

## CONPET: comparație cu organizații similare din sectorul energetic

| Companie                     | Capitaliz. bursieră (mil.EUR) | P/E (x) |             |             | EV/EBITDA    |               |               | Randament dividend |              |              |              |
|------------------------------|-------------------------------|---------|-------------|-------------|--------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|
|                              |                               | 2017E   | 2018E       | 2019E       | 2017E        | 2018E         | 2019E         | 2017E              | 2018E        | 2019E        |              |
| Transgaz Sa Medias           | RO                            | 839     | 9,4         | 10,1        | 10,8         | 3,9           | 3,9           | 4,0                | 6,5          | 5,9          | 6,0          |
| Transelectrica SA            | RO                            | 514     | 12,2        | 12,1        | 11,0         | 3,0           | 3,1           | 2,8                | 3,8          | 4,1          | 4,7          |
| Societatea Energetică Electr | RO                            | 1,084   | 12,3        | 11,9        | 10,8         | 3,1           | 2,9           | 2,8                | 6,3          | 6,5          | 7,3          |
| Enagas Sa                    | SP                            | 5,456   | 12,5        | 12,6        | 12,5         | 10,4          | 10,6          | 10,6               | 6,4          | 6,7          | 7,0          |
| Snam Spa                     | IT                            | 12,756  | 13,9        | 13,6        | 13,0         | 13,6          | 13,0          | 12,4               | 6,0          | 6,1          | 6,1          |
| Engie                        | FR                            | 26,971  | 11,7        | 11,1        | 10,5         | 5,3           | 5,3           | 5,5                | 6,3          | 6,3          | 6,8          |
| Red Electrica Corporacion SA | SP                            | 9,063   | 13,6        | 12,9        | 12,4         | 9,8           | 9,5           | 9,3                | 5,5          | 5,8          | 6,3          |
| Terna Spa                    | IT                            | 8,350   | 13,0        | 12,9        | 13,0         | 10,6          | 10,4          | 10,4               | 5,1          | 5,3          | 5,5          |
| Elia System Operator SA/Nv   | BE                            | 2,820   | 14,1        | 12,8        | 14,9         | 14,0          | 13,3          | n.a.               | 3,5          | 3,6          | n.a.         |
| Cez As                       | CZ                            | 8,577   | 15,6        | 15,9        | 17,8         | 6,5           | 6,6           | 6,7                | 5,7          | 5,0          | 6,3          |
| E.On Se                      | GE                            | 13,843  | 13,1        | 12,2        | 10,8         | 4,0           | 4,0           | 3,9                | 3,8          | 4,1          | 4,9          |
| Polskie Gornictwo Naftowe I  | PD                            | 7,608   | 12,4        | 11,7        | 8,9          | 5,3           | 5,1           | 4,7                | 3,8          | 4,2          | 6,1          |
| Rwe Ag                       | GE                            | 7,280   | 10,7        | 11,6        | 10,9         | 3,4           | 3,4           | 3,4                | 3,4          | 3,4          | 3,5          |
| Energa Sa                    | PD                            | 952     | 6,8         | 6,4         | 7,9          | 4,4           | 4,2           | 4,4                | 3,0          | 2,7          | 2,4          |
| <b>Medie</b>                 |                               |         | <b>12,2</b> | <b>12,0</b> | <b>11,8</b>  | <b>6,9</b>    | <b>6,8</b>    | <b>6,2</b>         | <b>4,9</b>   | <b>5,0</b>   | <b>5,6</b>   |
| <b>CONPET</b>                |                               |         | <b>12,7</b> | <b>12,5</b> | <b>13,2</b>  | <b>3,8</b>    | <b>3,8</b>    | <b>3,9</b>         | <b>7,3</b>   | <b>7,2</b>   | <b>6,8</b>   |
| <b>Actualizare/primă</b>     |                               |         | <b>3,5%</b> | <b>4,0%</b> | <b>11,7%</b> | <b>-45,0%</b> | <b>-44,7%</b> | <b>-37,2%</b>      | <b>47,3%</b> | <b>45,0%</b> | <b>21,9%</b> |

Sursă: WOOD Research, Bloomberg

## Modificări în previziunile noastre Situția veniturilor și cheltuielilor: anterior vs. modificat

|  | 2017E      |            |            | 2018E      |            |            | 2019E      |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|  | Modificat  | anterior   | Modificare | Modificat  | Anterior   | Modificare | Modificat  |
| <b>Cifra de afaceri</b>                      | <b>359</b> | <b>366</b> | <b>-2%</b> | <b>365</b> | <b>365</b> | <b>0%</b>  | <b>362</b> |
| Transport țitei intern                       | 280        | 308        | -9%        | 284        | 303        | -6%        | 280        |
| Transport țitei import                       | 77         | 55         | 39%        | 79         | 60         | 31%        | 80         |
| Cotă de modernizare                          | 31         | 27         | 16%        | 35         | 27         | 29%        | 36         |
| <b>Venituri totale din exploatare</b>        | <b>404</b> | <b>395</b> | <b>2%</b>  | <b>409</b> | <b>393</b> | <b>4%</b>  | <b>405</b> |
| <i>Volume totale transportate (mil.tone)</i> | 6          | 5.79       | 12%        | 7          | 5.79       | 15%        | 7          |
| Personal                                     | 111        | 104        | 7%         | 112        | 105        | 7%         | 113        |
| Depreciere                                   | 40         | 42         | -4%        | 42         | 41         | 3%         | 43         |
| Terți  | 104        | 114        | -9%        | 103        | 112        | -8%        | 101        |
| Redevențe                                    | 28         | 31         | -10%       | 28         | 30         | -5%        | 28         |
| Altele                                       | 73         | 80         | -9%        | 72         | 79         | -9%        | 71         |
| Cotă de modernizare                          | 54         | 57         | -6%        | 55         | 57         | -4%        | 54         |
| Cheltuieli totale din exploatare             | 329        | 348        | -5%        | 332        | 347        | -4%        | 333        |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>116</b> | <b>88</b>  | <b>31%</b> | <b>119</b> | <b>88</b>  | <b>35%</b> | <b>115</b> |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>75</b>  | <b>46</b>  | <b>63%</b> | <b>76</b>  | <b>47</b>  | <b>62%</b> | <b>72</b>  |
| Profit financiar                             | 3          | 14         | -79%       | 3          | 15         | -80%       | 3          |
| Profit înainte de impozitare                 | 78         | 61         | 28%        | 79         | 61         | 30%        | 75         |
| <b>Profit net</b>                            | <b>66</b>  | <b>51</b>  | <b>29%</b> | <b>67</b>  | <b>51</b>  | <b>31%</b> | <b>63</b>  |
| <b>Dividende</b>                             | <b>60</b>  | <b>43</b>  | <b>40%</b> | <b>60</b>  | <b>44</b>  | <b>36%</b> | <b>57</b>  |

Sursă: WOOD Research

- S Risc de reglementare.** Apreciem că riscul de reglementare este mare, întrucât considerăm că sistemul de reglementare este mai puțin dezvoltat și este perimat în comparație cu sistemul de reglementare al altor monopoli reglementate, precum Transgaz sau Transelectrica, lăsând loc unor multiple interpretări și implicând o mai mare dependență față de organismul de reglementare. Acest lucru ar putea influența direct profitul CONPET.
- S Investiții necesare pentru menținerea sistemului în activitate.** Compania ar putea avea nevoie de o serie de investiții în vederea menținerii sistemului în stare de operare și în concordanță cu reglementările de mediu.
- S Dependență mare de un număr redus de clienți.** Veniturile obținute din serviciile prestate pentru OMV Petrom au reprezentat 80% din veniturile totale obținute în 2013. Câmpurile petrolifere exploatare de OMV Petrom sunt mature și producția este în scădere. Apreciem dependența ca fiind crescută, aceasta reprezentând un risc semnificativ pentru viitorul CONPET.
- S Risc politic.** CONPET este o societate cu capital majoritar de stat, unde deciziile Statului Român privind funcționarea companiei îi afectează profitabilitatea și poziția financiară. Odată cu implementarea managementului privat, ar mai putea exista neconcordanțe între interesele acționarilor minoritari și cele ale Statului.
- S Riscuri legale.** În 2013, Curtea de Conturi a solicitat companiei să majoreze capitalul social cu valoarea unor terenuri aflate în proprietatea Statului și pe care compania le utilizează. Majorarea capitalului social se poate realiza numai în prezenta acționarilor care dețin mai mult de 75% din acțiuni, iar condiția de quorum nu a fost întrunită. În consecință, nu a putut fi implementată decizia Curții de Conturi. Dacă în final s-ar implementa, CONPET ar trebui să-și majoreze capitalul social cu valoarea de 54 milioane lei (valoarea terenurilor), ceea ce reprezintă 7% din capitalizarea bursieră. Noi ne-am ajustat deja evaluarea cu valoarea terenurilor.
- S Lichiditate de piață scăzută.** Volumele medii tranzacționate în ultimele 12 luni au atins o valoare de 50 mii Euro/zi, ceea ce crește riscul producerii unor fluctuații mai mari de preț.
- S O creștere a volumelor de țiței din import transportate față de cele de țiței țară ar determina o scădere a marjei.** Presupunerea noastră este că, volumul total de țiței țară procesat nu va scădea semnificativ, dar o eventuală diminuare a volumelor de țiței intern produs de OMV Petrom ar trebui suplinită de importuri. În prezent, profitul din operarea sistemului import este mai mic decât cel obținut din exploatarea sistemului de transport țiței țară, în principal, ca urmare a capacității scăzute de utilizare a acestuia; cu toate acestea, odată cu creșterea volumelor, economiile de scară ar putea influența pozitiv marjele (costurile fiind fixe).
- S Lukoil ar putea transfera producția la Burgas.** Potrivit reprezentanților companiei, o creștere semnificativă a tarifului perceput Lukoil pentru transportul țițeiului din import ar putea determina mutarea producției la rafinăria din Burgas.
- S Tarifele percepute de Oil Terminal influențează tariful la transportul țițeiului din import.** Sumele plătite de Lukoil pentru importul țițeiului sunt dependente atât de tariful perceput de CONPET, cât și de cel perceput de Oil Terminal, compania care asigură descărcarea țițeiului din petroliere și încărcarea acestuia în conducte.

# Date financiare

## Situația veniturilor

| mil. lei                                     | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Cifra de afaceri</b>                      | <b>375</b> | <b>381</b> | <b>380</b> | <b>359</b> | <b>365</b> | <b>362</b> |
| Transport țitei intern                       | 314        | 309        | 296        | 280        | 284        | 280        |
| Transport țitei import                       | 59         | 70         | 82         | 77         | 79         | 80         |
| Cota de modernizare                          | 25         | 31         | 28         | 31         | 35         | 36         |
| <b>Venituri totale din exploatare</b>        | <b>402</b> | <b>414</b> | <b>412</b> | <b>404</b> | <b>409</b> | <b>405</b> |
| <i>Total volume transportate (mil. tone)</i> | 6.63       | 6.99       | 7.08       | 6.46       | 6.67       | 6.66       |
| Personal                                     | 98         | 106        | 112        | 111        | 112        | 113        |
| Depreciere                                   | 46         | 51         | 42         | 40         | 42         | 43         |
| Terți  | 118        | 108        | 104        | 104        | 103        | 101        |
| Redevențe                                    | 30         | 31         | 30         | 28         | 28         | 28         |
| Altele                                       | 86         | 75         | 72         | 73         | 72         | 71         |
| Cota de modernizare                          | 58         | 60         | 55         | 54         | 55         | 54         |
| Total cheltuieli de exploatare               | 348        | 344        | 337        | 329        | 332        | 333        |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>100</b> | <b>121</b> | <b>117</b> | <b>116</b> | <b>119</b> | <b>115</b> |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>54</b>  | <b>70</b>  | <b>75</b>  | <b>75</b>  | <b>76</b>  | <b>72</b>  |
| Profit financiar                             | 10         | 6          | 4          | 3          | 3          | 3          |
| Profit înainte de impozitare                 | 64         | 75         | 79         | 78         | 79         | 75         |
| <b>Profit net</b>                            | <b>50</b>  | <b>61</b>  | <b>64</b>  | <b>66</b>  | <b>67</b>  | <b>63</b>  |
| <b>Dividende</b>                             | <b>51</b>  | <b>63</b>  | <b>61</b>  | <b>60</b>  | <b>60</b>  | <b>57</b>  |

Sursă: Company data, WOOD Research

## Bilanț

| Mil. lei                                   | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|--|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Active imobilizate                         | 419        | 402        | 405        | 424          | 432          | 439          |
| Active circulante                          | 385        | 434        | 460        | 605          | 602          | 599          |
| Creanțe comerciale și alte creanțe         | 34         | 42         | 43         | 44           | 45           | 45           |
| Sold bancar și de trezorerie               | 335        | 124        | 245        | 389          | 384          | 381          |
| <b>Active totale</b>                       | <b>804</b> | <b>836</b> | <b>864</b> | <b>1,030</b> | <b>1,033</b> | <b>1,038</b> |
| Capital propriu                            | 723        | 765        | 792        | 797          | 804          | 810          |
| Datorii pe termen lung                     | 6          | 5          | 4          | 4            | 4            | 4            |
| Datorii pe termen scurt                    | 75         | 67         | 69         | 229          | 226          | 224          |
| Datorii comerciale și alte datorii         | 30         | 20         | 19         | 179          | 177          | 175          |
| Alte datorii                               | 24         | 26         | 31         | 31           | 31           | 31           |
| <b>Total capitaluri proprii și datorii</b> | <b>804</b> | <b>836</b> | <b>864</b> | <b>1,030</b> | <b>1,033</b> | <b>1,038</b> |

Sursă: date furnizate de companie, Cercetare Wood

|                                      |     |    |    |    |    |    |
|--------------------------------------|-----|----|----|----|----|----|
| Venituri înainte de impozitare       | 64  | 75 | 79 | 78 | 79 | 75 |
| Impozit                              | 13  | 14 | 14 | 12 | 13 | 12 |
| Depreciere&Amortizare                | 46  | 51 | 42 | 40 | 42 | 43 |
| Alte ajustări nemonetare             | 21  | 20 | 15 | 9  | 8  | 7  |
| Modificări ale capitalului circulant | -14 | 20 | -4 | 4  | 4  | 3  |

|   |            |            |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Alte ajustări                                       | -24        | -37        | -38        | -37        | -37        | -37        |
| <b>Flux de numerar din activități de exploatare</b> | <b>107</b> | <b>144</b> | <b>109</b> | <b>107</b> | <b>109</b> | <b>103</b> |
| Cumpărare active imobilizate                        | -45        | -34        | -45        | -60        | -50        | -50        |
| <b>Flux de numerar din activități de investiții</b> | <b>-45</b> | <b>-34</b> | <b>-45</b> | <b>-60</b> | <b>-50</b> | <b>-50</b> |
| Dividende net                                       | -30        | -51        | -63        | -61        | -60        | -60        |
| Datorii pe termen lung plătite (rambursate)         | -2         | -1         | -1         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Flux de numerar din activități financiare</b>    | <b>-29</b> | <b>-49</b> | <b>-60</b> | <b>-56</b> | <b>-54</b> | <b>-53</b> |
| <b>Modificări ale soldului de numerar</b>           |            |            |            |            |            |            |
| Numerar la inceputul perioadei                      | 257        | 343        | 380        | 408        | 552        | 548        |
| Modificări ale fluxului de numerar                  | 86         | 37         | 27         | 145        | -5         | -4         |
| Numerar la finele perioadei                         | 343        | 380        | 408        | 552        | 548        | 544        |

### Situația fluxului de numerar

| mil. lei | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|

### Rapoarte

Sursă: Datele companiei, WOOD Research

|  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--|------|------|------|-------|-------|-------|
| Număr de acțiuni (mil.)  | 8.7  | 8.7  | 8.7  | 8.7   | 8.7   | 8.7   |
| Datorie netă (mil. lei)  | -335 | -124 | -245 | -389  | -384  | -381  |
| <b>EPS (lei)- câștig /acțiune</b>                                | 5.83 | 7.09 | 7.45 | 7.58  | 7.69  | 7.29  |
| <i>Creșterea câștigului/acțiune</i>                              | 61%  | 22%  | 5%   | 2%    | 2%    | -5%   |
| Dividend (mil. lei)  | 51.4 | 63.2 | 61.2 | 60.4  | 59.9  | 56.8  |
| <b>DPS (lei) – dividend/acțiune</b>                              | 5.94 | 7.30 | 7.07 | 6.97  | 6.92  | 6.56  |
| <i>Rată de plată a dividendelor</i>                              | 102% | 103% | 95%  | 92%   | 90%   | 90%   |
| Randamentul dividendelor   | 6%   | 8%   | 7%   | 7%    | 7%    | 7%    |
| Valoarea contabilă a capitalurilor proprii pe acțiune BVPS (lei) | 83.6 | 88.3 | 91.5 | 92.1  | 92.8  | 93.6  |
| ROE - randamentul capitalului propriu                            | 7%   | 8%   | 8%   | 8%    | 8%    | 8%    |
| Rata preț pe acțiune/profit net pe acțiune PER (x)               | 16.5 | 13.5 | 12.9 | 12.7  | 12.5  | 13.2  |
| EV/EBITDA (x)  | 4.9  | 5.9  | 5.0  | 3.8   | 3.8   | 3.9   |
| EV/EBITDA (x) ajustat pentru cota de dezvoltare                  | 3.7  | 4.7  | 4.0  | 3.2   | 3.2   | 3.4   |
| Rata preț pe valoarea contabilă a unei acțiuni P/BV (x)          | 1.1  | 1.1  | 1.0  | 1.0   | 1.0   | 1.0   |

# Important disclosures

|            |      |              |           |
|------------|------|--------------|-----------|
| Rating     |      | Price target |           |
| 22/10/2015 | HOLD | 03/03/2015   | RON 74.3  |
|            |      | 08/02/2017   | RON 105.3 |

This investment research is published by Wood & Company Financial Services, a.s. ("Wood & Co") and/or one of its branches who are authorised and regulated by the CNB as Home State regulator and in Poland by the KNF, in Slovakia by the NBS, in Italy by the CONSOB and in the UK by the FCA as Host State regulators.

## Wood's ratings and price targets history for Conpet

### Explanation of Ratings

**BUY:** The stock is expected to generate total returns of over 15% during the next 12 months as measured by the target price.

**HOLD:** The stock is expected to generate total returns of 0-15% during the next 12 months as measured by the target price.

**SELL:** The stock is expected to generate a negative total return during the next 12 months as measured by the target price.

**RESTRICTED:** Financial forecasts, and/or a rating and/or a target price is restricted from disclosure owing to Compliance or other regulatory/legal considerations such as a blackout period or a conflict of interest.

**NOT RATED:** Suspension of rating after 30 consecutive weekdays where the current price vis-a-vis the target price has been out of the range dictated by the current BUY/HOLD/SELL.

|                          | Buy | Hold |  | Sell | Restricted | Not rated | Coverage in transition |
|--------------------------|-----|------|--|------|------------|-----------|------------------------|
| Equity Research Coverage | 50% | 41%  |  | 9%   | 1%         | N.A.%     | 7%                     |
| IB Clients               | 1%  | 1%   |  | N.A. | N.A.       | N.A.      | N.A.                   |

rating.

**COVERAGE IN TRANSITION:** Due to changes in the Research team, the disclosure of a stock's rating and/or target price and/or financial information are temporarily suspended.

## Equity Research Ratings (as of 8 February 2017)

### Securities Prices

Prices are taken as of the previous day's close on the home market unless otherwise stated.

### Valuation & Risks

Analysis of specific risks to set stock target prices highlighted in our investment case(s) are outlined throughout the report. For details of methodologies used to determine our price targets and risks related to the achievement of the targets referred to in the main body of the report or at <http://www.wood.com> in the Section Corporate Governance or via the link <http://www.wood.com/research.html>

## Wood Research Disclosures (as of 8 February 2017)

Users should assume that the investment risks and valuation methodology in Daily news or flash notes not changing our estimates or ratings is as set out in the most recent substantive research note on that subject company and can be found on our website at [www.wood.com](http://www.wood.com)

| Company                      | Disclosures |
|------------------------------|-------------|
| AT&S                         | 5           |
| BRD                          | 5           |
| BZ WBK                       | 5           |
| CD Projekt                   | 5           |
| CETV                         | 5           |
| CEZ                          | 5           |
| Conpet                       | 1           |
| DO&CO                        | 1           |
| Erste Group Bank             | 5           |
| Enea                         | 5           |
| Energia                      | 5           |
| Fortuna                      | 5           |
| S.C. Fondul Proprietatea S.A | 1, 4, 5     |
| Getin Noble Bank             | 5           |
| GTC                          | 5           |
| ITG                          | 1, 3        |
| Immofinanz                   | 5           |
| IPF                          | 5           |
| JSW                          | 5           |
| KGHM                         | 5           |
| Komercni                     | 5           |
| mBank                        | 5           |
| MedLife                      | 1, 2, 3     |
| Millennium                   | 5           |
| MONETA Money Bank            | 1, 2, 3, 5  |
| Netia                        | 5           |
| Orange PL                    | 5           |
| Pekao                        | 5           |
| PGE                          | 5           |
| Philip Morris                | 5           |
| PKO BP                       | 1, 2, 3, 5  |
| PKN                          | 5           |
| PZU                          | 5           |
| RC2                          | 4           |
| Romgaz                       | 5           |
| SIF2                         | 10          |
| SNP                          | 3, 5        |
| O2 CR                        | 1, 4, 5     |
| Transilvania                 | 5           |
| Transgaz                     | 1           |
| WSE                          | 1           |
| Warimpex                     | 1, 5        |

### # Description

- The company currently is, or in the past 12 months was, a client of Wood & Co or its affiliated companies for the provision of investment banking services.
- In the past 12 months, Wood & Co or its affiliated companies have received compensation for Corporate Finance/Investment Banking services from this company.
- In the past 12 months, Wood & Co or any of its affiliated companies have been lead manager, co-lead manager or co-manager of a public offering of the company's financial instruments.
- Wood & Co acts as corporate broker to this company and/or Wood & Co or any of its affiliated companies may have an agreement with the company relating to the provision of Corporate Finance/Investment Banking services.
- Wood & Co or any of its affiliated companies is a market maker or liquidity provider in relation to securities issued by this company.
- In the past 12 months, Wood & Co, its partners, affiliated companies, officers or directors, or any authoring analyst involved in the preparation of this investment research has provided services to the company for remuneration, other than normal course investment advisory or trade execution services.
- Those persons identified as the author(s) of this investment research, or any individual involved in the preparation of this investment research, have purchased/received shares in the company prior to a public offering of those shares, and the price at which they were acquired along with the date of acquisition are disclosed above.
- The authoring analyst, a member of the authoring analyst's household, or any individual directly involved in the preparation of this investment research has a direct ownership position in securities issued by this company.
- A partner, director, officer, employee or agent of Wood & Co and its affiliated companies, or a member of his/her household, is an officer, or director, or serves as an advisor or board member of this company.



- 10 As of the month end immediately preceding the date of publication of this investment research Wood & Co or its affiliate companies, in the aggregate, beneficially owned 1% or more of any class of the total issued share capital or other common equity securities of the company or held a material non-equity financial interest in this company.
- 11 As of the month end immediately preceding the date of publication of this investment research the relevant company owned 1% or more of any class of the total issued share capital in Wood & Co or any of its affiliated companies.
- 12 Other specific disclosures as described above.

WOOD & Company announces that its affiliated company WOOD & Company Funds SICAV p.l.c (through its mutual funds) increased its stake in Pegas Nonwovens to 22.33%. Some entities of WOOD & Company Group are investors of these mutual funds.

The authoring analysts who are responsible for the preparation of this investment research have received (or will receive) compensation based upon (among other factors) the Corporate Finance/Investment Banking revenues and general profits of Wood & Co. However, such authoring analysts have not received, and will not receive, compensation that is directly based upon or linked to one or more specific Corporate Finance/Investment Banking activities, or to recommendations contained in the investment research.

Wood & Co and its affiliated companies may have a Corporate Finance/Investment Banking or other relationship with the company that is the subject of this investment research and may trade in any of the designated investments mentioned herein either for their own account or the accounts of their customers, in good faith or in the normal course of market making. Accordingly, Wood & Co or their affiliated companies, principals or employees (other than the authoring analyst(s) who prepared this investment research) may at any time have a long or short position in any such designated investments, Related designated investments or in options, futures or other derivative instruments based thereon.

Wood & Co manages conflicts of interest arising as a result of preparation and publication of research through its use of internal databases, notifications by the relevant employees and Chinese Walls as monitored by Compliance. For further details see our website at [www.wood.com](http://www.wood.com) in the Section Corporate Governance or via the link <http://www.wood.com/research.html>. The information contained in this investment research has been compiled by Wood & Co from sources believed to be reliable, but (with the exception of the information about Wood & Co) no representation or warranty, express or implied, is made by Wood & Co, its affiliated companies or any other person as to its fairness, accuracy, completeness or correctness. Wood & Co has not independently verified the facts, assumptions, and estimates contained herein. All estimates, opinions and other information contained in this investment research constitute Wood & Co' judgement as of the date of this investment research, are subject to change without notice and are provided in good faith but without legal responsibility or liability.

Wood & Co salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients and our proprietary trading desk that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this investment research. Wood & Co' affiliates, proprietary trading desk, and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this investment research.

This investment research is provided for information purposes only and does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any designated investments discussed herein in any jurisdiction where such offer or solicitation would be prohibited. As a result, the designated investments discussed in this investment research may not be eligible for sale in some jurisdictions. This investment research is not, and under no circumstances should be construed as, a solicitation to act as a securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on the business of a securities broker or dealer in that jurisdiction. This material is prepared for general circulation to clients and does not have regard to the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. Investors should obtain advice based on their own individual circumstances before making an investment decision. To the fullest extent permitted by law, none of Wood & Co, its affiliated companies or any other person accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from or in connection with the use of this material. **For United Kingdom or European Residents:**

This investment research is for persons who are Eligible Counterparties or Professional Clients only and is exempt from the general restrictions in section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 (or any analogous legislation) on the communication of invitations or inducements to engage in investment activity on the grounds that it is being distributed in the United Kingdom only to persons of a kind described in Article 19(5) (Investment Professionals) and 49(2) (High Net Worth companies, unincorporated associations etc) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended). It is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons. This material is not for distribution in the United Kingdom or Europe to retail clients, as defined under the rules of the Financial Conduct Authority.

**For United States Residents:**

This investment research distributed in the United States by Wood & Co, and in certain instances by Enclave Capital LLC ('Enclave'), a U.S registered broker dealer, only to "major U.S. institutional investors", as defined under Rule 15a-6 promulgated under the US Securities Exchange Act of 1934, as amended, and as interpreted by the staff of the US Securities and Exchange Commission. This investment research is not intended for use by any person or entity that is not a major U.S institutional investor. If you have received a copy of this research and are not a major U.S institutional investor, you are instructed not to read, rely on or reproduce the contents hereof, and to destroy this research or return it to Wood & Co or to Enclave. Analyst(s) preparing this report are employees of Wood & Co who are resident outside the United States and are not associated persons or employees of any US registered broker-dealer. Therefore the analyst(s) are not be 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 major U.S Institutional investor wishing to effect transactions in any securities referred to herein or options thereon should do so by contacting a representative of Enclave Capital LLC. Enclave is a broker-dealer registered with the SEC and a member of FINRA and the Securities Investor Protection Corporation. Its address is 19 West 44th Street, Suite 1410, New York, NY 10036 and its telephone number is 646-454-8600. Wood & Co is not affiliated with Enclave Capital LLC or any other U.S registered broker-dealer.

# WOOD

----- & -----  
C O M P A N Y

## CONTACTS

**Czech Republic**  
namesti Republiky 1079/1a  
Palladium 110 00 Praha 1 Czech  
Republic Tel +420 222 096 111  
Fax +420 222 096 222

### Romania

Metropolis Center 89-97  
Grigore Alexandrescu St.  
010624 Bucharest 1 Tel.: +40  
316 30 11 81

**Poland**  
Skylight Zlote Tarasy  
Zlota 59  
00 120 Warszawa  
Poland  
Tel +48 22 222 1530  
Fax +48 22 222 1531

**UK**  
City Point, 15<sup>th</sup> Floor 1  
Ropemaker Street  
London EC2Y 9HT  
Tel +44 20 3530 0691

**Italy**  
Via Vittor Pisani, 22  
20124 Milan Italy  
Tel + 39 02 67910 963

**Kristen Andrasko/ Sadiq Razak**  
Co-Heads of Equities  
+420 222 096 253/  
+44 20 3530 0681  
[kristen.andrasko@wood.com](mailto:kristen.andrasko@wood.com)  
[sadiq.razak@wood.com](mailto:sadiq.razak@wood.com)

**Bloomberg page**  
WUCO  
[www.wood.com](http://www.wood.com)

## Research

Co-Head of Research/ Head of Research Poland  
Co-Head of Research/Head of Greek Research

**Marta Jezewska-Wasilewska**  
+48 22 222 1548  
[marta.jezewska-wasilewska@wood.com](mailto:marta.jezewska-wasilewska@wood.com)

**Alex Boulougouris**  
+30 211 106 9447  
[alex.boulougouris@wood.com](mailto:alex.boulougouris@wood.com)

Head of Turkey/Industrials

**Oytun Altasli**  
+44 203 530 0627  
[oytun.altasli@wood.com](mailto:oytun.altasli@wood.com)

Macroeconomics

**Raffaella Tenconi**  
+44 20 3530 0685  
[raffaella.tenconi@wood.com](mailto:raffaella.tenconi@wood.com)

Consumer/Industrials

**Lukasz Wachelko**  
+48 22 222 1560  
[lukasz.wachelko@wood.com](mailto:lukasz.wachelko@wood.com)

Energy

**Jonathan Lamb**  
+44 20 3530 0621  
[jonathan.lamb@wood.com](mailto:jonathan.lamb@wood.com)

Romania

**Lucian Albuлесcu**  
+420 222 096 273  
[ucian.albuлесcu@wood.com](mailto:ucian.albuлесcu@wood.com)

Utilities/Mining/Pharma

**Bram Buring**  
+420 222 096 250  
[bram.buring@wood.com](mailto:bram.buring@wood.com)

Financials/Turkey

**Can Demir**  
+44 20 3530 0623  
[can.demir@wood.com](mailto:can.demir@wood.com)

Non-banks financials

**Jerzy Kosinski**  
+48 22 222 1564  
[jerzy.kosinski@wood.com](mailto:jerzy.kosinski@wood.com)

Metals/Mining

**Andy Jones**  
+44 20 3530 0629  
[andrew.jones@wood.com](mailto:andrew.jones@wood.com)

Consumer/Industrials

**Gabriela Burdach**  
+ 48 22 222 1545  
[gabriela.burdach@wood.com](mailto:gabriela.burdach@wood.com)

Real Estate

**Jakub Caithaml**  
+420 222 096 481  
[jakub.caithaml@wood.com](mailto:jakub.caithaml@wood.com)

Consumer/Industrials

**Maciej Wardejn**  
+48 22 222 1546  
[maciej.wardejn@wood.com](mailto:maciej.wardejn@wood.com)

Poland

**Pawel Wieprzowski**  
+48 22 222 1549  
[pawel.wieprzowski@wood.com](mailto:pawel.wieprzowski@wood.com)

Poland

**Piotr Raciborski**  
+48 22 222 1551  
[piotr.raciborski@wood.com](mailto:piotr.raciborski@wood.com)

**Ondrej Slama**

+420 222 096 484  
[ondrej.slama@wood.com](mailto:ondrej.slama@wood.com)

**Jakub Mician**

+420 222 096 320  
[jakub.mician@wood.com](mailto:jakub.mician@wood.com)

## Sales

Head of Sales

**Kristen Andrasko**  
+420 222 096 253  
[kristen.andrasko@wood.cz](mailto:kristen.andrasko@wood.cz)

**Jan Koch**  
+48 22 222 1616  
[jan.koch@wood.com](mailto:jan.koch@wood.com)

**Piotr Kopec**  
+48 22 222 1615  
[piotr.kopec@wood.com](mailto:piotr.kopec@wood.com)

**Ioana Pop**  
+44 20 3530 0693  
[ioana.pop@wood.com](mailto:ioana.pop@wood.com)

**Vinay Ruparelia**  
+44 20 3530 0624  
[vinay.ruparelia@wood.com](mailto:vinay.ruparelia@wood.com)

**Grzegorz Skowronski**  
+48 22 222 1559  
[grzegorz.skowronski@wood.com](mailto:grzegorz.skowronski@wood.com)

**Jan Thomson**  
+420 222 096 841  
[jan.thomson@wood.com](mailto:jan.thomson@wood.com)

**Kostas Tsigkourakos**  
+30 694 082 5810  
[kostas.tsigkourakos@wood.com](mailto:kostas.tsigkourakos@wood.com)

**Markus Ulreich**

+421 2 3240 9046  
[markus.ulreich@wood.com](mailto:markus.ulreich@wood.com)

**Tatiana Sarandinaki**

Enclave Capital in association with WOOD &

Company +1 646 454 8657  
[tsarandinaki@wood-enclave.com](mailto:tsarandinaki@wood-enclave.com)

## Sales Trading and Execution Services

**Ashley Keep**  
+44 20 3530 0683  
[ashley.keep@wood.com](mailto:ashley.keep@wood.com)

**Jennifer Ewing**  
+44 20 3530 0692  
[jennifer.ewing@wood.com](mailto:jennifer.ewing@wood.com)

**Jan Jandak**  
+420 222 096 363  
[jan.jandak@wood.com](mailto:jan.jandak@wood.com)

**Zuzana Mora**  
+420 222 096 283  
[zuzana.mora@wood.com](mailto:zuzana.mora@wood.com)

**Ermir Shkurti**  
+420 222 096 847  
[ermir.shkurti@wood.com](mailto:ermir.shkurti@wood.com)

**Martin Stuchlik**  
+420 222 096 855  
[m.stuchlik2@wood.com](mailto:m.stuchlik2@wood.com)

**Vladimir Vavra**  
+420 222 096 397  
[vladimir.vavra@wood.com](mailto:vladimir.vavra@wood.com)

## RECENTLY PUBLISHED REPORTS

| Date Company/Sector                                | Title                                     | Analyst                         |
|--|---|---------------------------------|
| 07/02/17 MedLife                                   | A healthy play on the Romanian consumer   | Bram Buring, Lucian Albuлесcu   |
| 06/02/17 Mytilineos/METKA                          | Rally not over yet                        | Alex Boulougouris, Bram Buring  |
| 02/02/17 The Rear-View Mirror - CEE markets Polish | stock market the top performer in January | Rersearch Team                  |
| 30/01/17 Romanian Utilities                        | Diminishing marginal utility              | Lucian Albuлесcu, Bram Buring   |
| 30/01/17 Turkish Telecoms                          | Valuation is not so taxing for TCELL      | Oytun Altasli, Piotr Raciborski |
| 26/01/17 Cypriot Banks                             | The boys are back in town!                | Alex Boulougouris, Can Demir    |
| 25/01/17 OPAP                                      | VLTs not yet priced in                    | Lukasz Wachelko, Jakub Mician   |
| 24/01/17 Ciech                                     | No splash in soda ash                     | Maciej Wardejn, Lukasz Wachelko |
| 24/01/17 Synthos                                   | Long-awaited bounce back                  | Maciej Wardejn, Lukasz Wachelko |
| 20/01/17 Polish Banks                              | 4Q16E previews                            | Jerzy Kosinski                  |

Although the information contained in this report comes from sources Wood & Company believes to be reliable, we do not guarantee its accuracy, and such information may be incomplete or condensed. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. This report is for information purposes only and is not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any security.