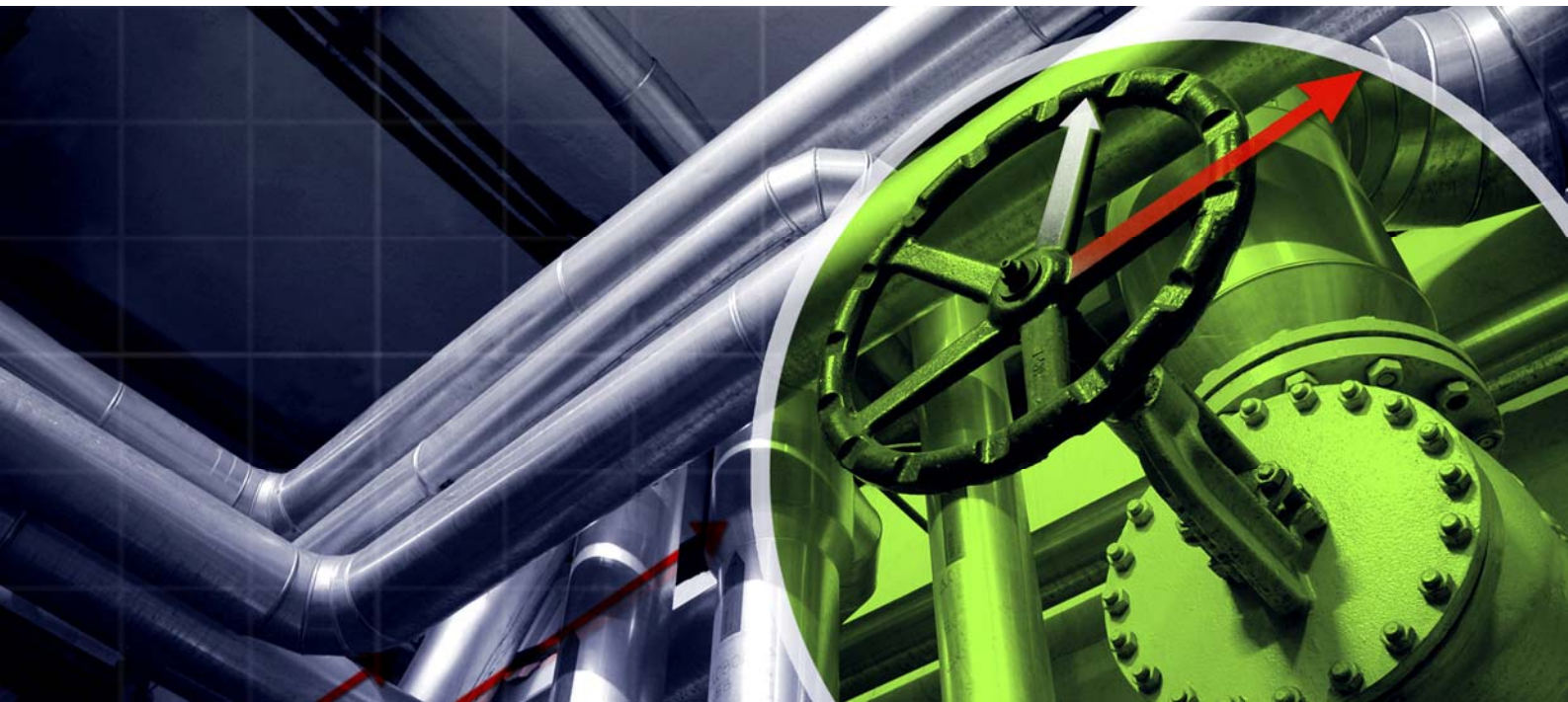


Raport IPO SNTGN Transgaz



Noiembrie 2007

IPO Transgaz - un pas inainte in directia dezvoltarii pietei de capital



SUMAR INDICATORI

Sector	Utilitati
Ramura	Gaze
Pret in oferta	191,92 lei/actiune
Target Price	265,55 lei/actiune

Oferta publica initiala a Transgaz face parte din programul „O piata puternica – dezvoltarea pietei de capital”, in care au fost propuse termene si masuri de listare la bursa a unora din companiile aflate in portofoliul statului roman. Transgaz este a doua companie de stat pentru care este initiata o oferta publica initiala de actiuni, dupa cea pentru transportatorul national de energie electrica, Transelectrica. Prin oferta publica initiala, Transgaz pune in vanzare un numar de 1.177.384 actiuni, reprezentand 10% din capitalul social majorat al emitentului.

Numar actiuni puse in vanzare	1.177.384
Procent din capitalul social actual	11,33%
Procent din capitalul social dupa IPO	10,00%
Capital social inainte de IPO	103.888.880 lei
Numar de actiuni inainte de IPO	10.388.888
Capital social dupa IPO	117.738.440
Numar de actiuni dupa IPO	11.773.844
Valoare nominala	10 lei
Pret de vanzare	191,92 lei/actiune
Valoare totala pusa in vanzare	225.963.537,28
Perioada de subscriere	26/11/2007–7/12/2007
Intermediar	Raiffeisen Capital&Investment
Grup de Distributie	Intercapital Invest; Raiffeisen Bank

Note: prezentul raport este elaborat de SSIF Intercapital Invest SA. Intercapital Invest face parte din grupul de distributie a ofertei publice initiale a Transgaz. Consultantul tehnic al ofertei, Fondul Romano-American pentru Investitii, este actionar majoritar al Intercapital Invest.

DATE GENERALE COMPANIE

Emitent	SNTGN Transgaz SA
Sediu	Piata C.I. Motas, nr. 1, Medias
Telefon	0269 - 803333
Fax	0269 - 839029
E-mail	comunicare.imagine@transgaz.ro
Site Web	www.transgaz.ro
Cod Unic	13068733
Presedinte	Turdean Nicolae

Inainte de majorarea de capital social pentru IPO, Ministerul Economiei si Finantelor era actionar al Transgaz cu o detinere de 85,01% din capitalul social, iar Fondul Proprietatea detinea 14,98% din actiuni. In cadrul majorarii de capital al Transgaz pentru IPO, statul renunta la dreptul de preferinta la subscriere. Numarul total de actiuni cu care capitalul social al Transgaz se va majora dupa inchiderea ofertei publice initiale este de 1.384.956, din care 205.572 sunt actiuni subscrise de Fondul Proprietatea ce nu a renuntat la dreptul de preferinta in majorare, iar 1.177.384 sunt actiuni ce sunt puse la vanzare in mod public in oferta, reprezentand 10% din capitalul social majorat dupa IPO. Astfel, Fondul Proprietatea isi va mentine participatia din capitalul social al Transgaz, iar detinerea statului va scadea la 75,01% din capitalul social dupa IPO.

Actiunile pot fi subscribe in IPO atat la sediul intermediarului cat si in locatii ale grupului de distributie. Oferta este impartita in doua transe, si anume: Transa Subscrierilor Mari, ce reprezinta 60% din numarul total de actiuni oferite si Transa Subscrierilor Mici, ce reprezinta 40% din numarul total de actiuni oferite. In transa subscrierilor mici se vor accepta subscrieri mai mari de 2.000 lei dar mai mici de 500.000 lei, iar in transa subscrierilor mari se vor accepta doar subscrieri mai mari de 500.000 lei.

Metoda de alocare atat pentru transa subscrierilor mari cat si pentru cea a subscrierilor mici este "pro-rata". In cazul in care una din transe este suprasubscrisa, iar cealalta este insuficient subscrisa, vor exista transferuri intre transe. In caz de suprasubscriere, in maxim zece zile lucratoare de la data inchiderii ofertei, subscriitorii vor primi inapoi contravaloarea actiunilor subscribe si nealocate.

Fondurile atrase in IPO vor sustine planul de investitii al companiei in anul 2008.

Fondurile atrase in urma acestei oferte vor fi folosite la sustinerea planului de investitii al Transgaz. Planul de investitii minimal al companiei pentru perioada 2007-2011 insumeaza investitii totale in valoare de 1.024 milioane lei. Acestea includ investitii pentru dezvoltarea SNT (Sistemului National de Transport al gazelor naturale) - si anume 45% din total, investitii pentru modernizarea instalatiilor si echipamentelor aferente SNT—si anume 17% din total, si lucrari privind reabilitarea si cresterea sigurantei de exploatare a conductelor de transport a gazelor naturale. Sumele atrase vor sustine investitiile programate pentru anul 2008, valoarea estimata a acestora fiind de 273,7 milioane lei.

Oferta publica initiala Trangaz va fi cea mai mare din punct de vedere a valorii totale puse in vanzare.

Comparativ cu alte oferte publice initiale ce au avut loc pana acum, oferta publica initiala Trangaz va fi cea mai mare din punct de vedere a valorii totale puse in vanzare, si anume de aproximativ 225,96 milioane lei, fiind cu 80% mai ridicata fata de valoarea totala pusa in vanzare in oferta CNTEE Transelectrica. Dupa pretul de vanzare din IPO, capitalizarea Trangaz este de aproximativ 2.259,63 milioane lei, emitentul putand fi plasat dupa listare in topul primelor 10 companii de la BVB. Urmatorul tabel sintetizeaza principalele caracteristici ale ofertelor publice initiale ce au avut loc in Romania.

	Val IPO—mil lei	P/E (cu pret IPO)	% pret in prima zi de tranzactionare fata de pret IPO	Nivel subscriere (%)
MJ Maillis	3,9	33,60	16%	117%
International Leasing	0,3	10,00	-7%	100%
SSIF Broker Cluj	9,0	8,30	159%	287%
Vrancart Adjud	17,5	13,00	10%	128%
Flamingo Int.	45,0	13,70	5%	322%
Transelectrica	123,1	9,71	36%	505%
Alumil ROM Industry	28,75	10,19	95%	1.647%
Transgaz	225,96	12,16	-	-

Pentru informatii suplimentare despre activitatea Transgaz si oferta publica initiala de vanzare de actiuni a companiei recomandam parcurgerea prospectului de emisiune disponibil in sectiunea "Documentare si analiza" a paginii de internet www.kmarket.ro.

► **Prezentare activitate emitent si sector**

Activitatea principala a Transgaz este cea de transport a gazelor naturale, activitate reglementata datorita caracterului acesteia de monopol natural.

Activitatile principale ale Transgaz sunt reprezentate de: operarea Sistemului National de Transport (SNT) al gazelor naturale (asigurand practic transportul gazelor naturale); tranzitul international de gaze naturale pe teritoriul Romaniei; dispecerizarea retelelor si sistemelor de alimentare cu gaze naturale; furnizarea gazelor naturale reprezentand valoarea serviciului de tranzit pentru transportul international; cercetarea si proiectarea pentru activitatea de transport. Transportul gazelor naturale in Romania este o activitate reglementata datorita caracterului de monopol al acesteia.

Sectorul de gaze in Romania este impartit intre: producatori; operatori ai sistemelor de inmagazinare; transportator; distribuitori; furnizori; consumatori eligibili; operator al sistemului de tranzit si importatori.

Romania are cea mai mare piata de gaze naturale din Europa Centrala. Sectorul de gaze naturale are o structura complexa si este alcatuit din: producatori (SNGN Romgaz, Petrom, Amromco Energy LLC New York); operatori ai sistemelor de inmagazinare (SNGN Romgaz SA, Depomures, Amgaz); transportator (SNTGN Transgaz); distribuitori (Distrigaz Sud, E.ON Gaz Romania, Petrom, Congaz, etc.); furnizori (Distrigaz Sud, Distrigaz Nord, SNTGN Transgaz, Petrom, SNGN Romgaz, Congaz, Amromco Energy, LLC New York, Depomures, etc.); consumatori eligibili – aproximativ 329; operator al sistemului de tranzit (SNTGN Transgaz); importatori (Distrigaz Sud, E.ON Gaz Romania, Termoelectrica, Wirom, etc.).

Transgaz este una din cele cinci companii rezultate in urma divizarii SNGN Romgaz. Celelalte companii sunt Distrigaz SUD, Distrigaz Nord, Expogaz

Medias si Depogaz Ploiesti (ultimele doua fuzionand in anul 2001, noua societate fiind denumita SNGN Romgaz – cu atributii de exploatare, productie si inmagazinare subterana a gazelor naturale). In urma acestei divizari, compania Transgaz are scopul asigurarii unui cadru organizat privind alocarea in regim echitabil si nediscriminatoriu a gazelor naturale din productia interna si import. In vederea indeplinirii acestei sarcini, Transgaz stabileste cotele procentuale cantitative ale amestecului de gaze naturale din productia interna si necesarul de import pentru furnizorii/distribuitoarii de gaze licentiatii, precum si pentru consumatorii eligibili, monitorizeaza zilnic achizitiile/consumul de gaze naturale din productia interna/import, intocmeste lunar raportul privind achizitiile de gaze naturale din productia interna si din import de catre fiecare consumator eligibil, transmitandu-le acestora dozajul import/total consum, in vederea facturarii.

Piata gazelor naturale a trecut printr-un proces de transformari semnificative in ultimii ani, datorate restructurarii si dezvoltarii sectorului. Pentru crearea unei pieti concurentiale reale a fost stabilita liberalizarea completa a pietei de gaze naturale, consumatorii putandu-si astfel alege furnizorul dorit. Principiile care stau la baza functionarii pietei au in vedere: promovarea si asigurarea competitiei pe piata gazelor naturale; deplina libertate a consumatorilor eligibili de a-si alege furnizorul cu care vor incheia contracte negociate de vanzare-cumparare a gazelor naturale; accesul liber al participantilor la sistemele de transport, inmagazinare subterana si distributie a gazelor naturale; obligativitatea asigurarii serviciilor publice de transport, inmagazinare subterana si distributie a gazelor naturale; furnizarea unui tratament nediscriminatoriu pentru participanti.

Activitatea de transport a gazelor naturale (exceptie cea de tranzit) face parte din segmentul reglementat al pietei de gaze din Romania, unde sistemul de preturi si tarife se stabileste de catre Autoritatea de Reglementare.

In acest moment liberalizarea completa a pietei gazelor naturale necesita elemente legislative care sa introduca notiunile necesare clarificarii situatiei segmentului categoriei de consumatori captivi. Pana in momentul introducerii acestor notiuni piata de gaze naturale continua sa fie formata din doua segmente, respectiv segmentul concurential (unde preturile se formeaza liber pe baza cererii si ofertei) si segmentul reglementat (unde pretul este reglementat). Activitatea de transport a gazelor naturale (deci, cu exceptia celei de tranzit) face parte din segmentul reglementat al pietei, unde sistemul de preturi si tarife se stabileste de catre Autoritatea de Reglementare. Potrivit acesteia, gradul real de deschidere a pietei en detail (ponderea consumului consumatorilor eligibili care au schimbat furnizorul sau au renegociat conditiile contractuale in consumul total) era in luna august de 57,43%, fata de 52,8% in luna ianuarie 2007.

Transgaz este operatorul tehnic al Sistemul National de Transport (SNT) al gazelor naturale care se afla in proprietatea statului, avand o importanta strategica. Compania raspunde pentru functionarea SNT in conditii de calitate, siguranta, eficienta economica si protectie a mediului inconjurator. Lungimea totala a conductelor operate este de 11.757 km, cu diametre cuprinse intre 6 si 40 toli, si de 562 km, cu diametre cuprinse intre 40 si 48 toli. SNT mai este format din 2 statii de masurare gaze naturale din import, 159 panouri de masurare a gazelor naturale din productia interna; 6 statii de comprimare gaze naturale; 21 de noduri tehnologice, 20 de statii de comanda vane, 22 interconectari, 945 statii de reglare-masurare, 661 statii de odorizare gaze, 881 statii de protectie catodica. Numarul conductelor magistrale concesionate catre Transgaz ce alcatuiesc SNT este de 690.

In prezent aproximativ 8.400 km (68,5%) din lungimea totala a retelei are o durata normala de functionare depasita (peste 25 ani).

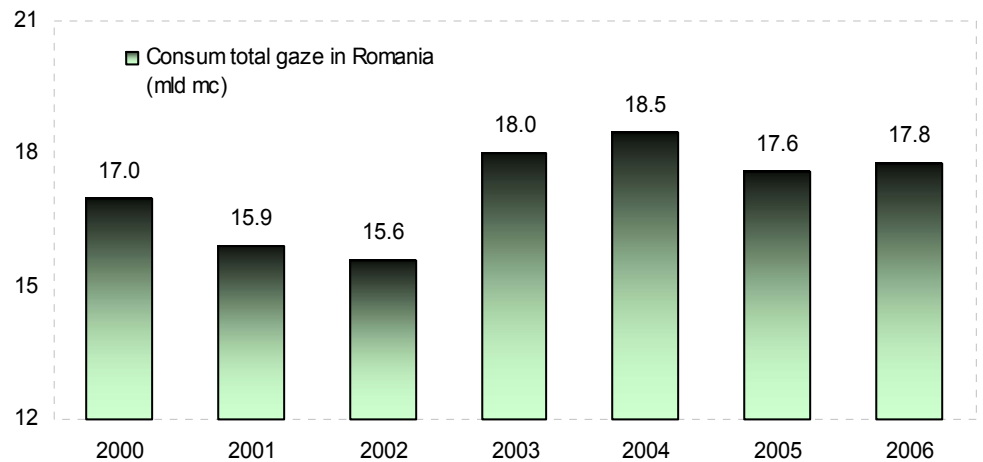
Transgaz in calitate de operator de transport al SNT nu are dreptul de a se angaja, in mod direct sau indirect, in operatiuni de exploatare, extractie, distributie si furnizare la consumatori a gazelor naturale, inclusiv prin detinerea de actiuni la societati ce desfasoara astfel de activitati.

Transgaz asigura fara discriminare accesul la Sistemul National de Transport al gazelor naturale (SNT) pentru orice agent economic ce solicita acest lucru. Emitentul opereaza un monopol natural, SNT, fiind singurul detinator de licenta de transport al gazelor naturale in Romania. Astfel, pe piata de transport nu se pune problema concurentei, ci doar a reglementarii care sa permita acoperirea costurilor de exploatare si finantarea programului de investitii care sa aduca SNT la standarde europene.

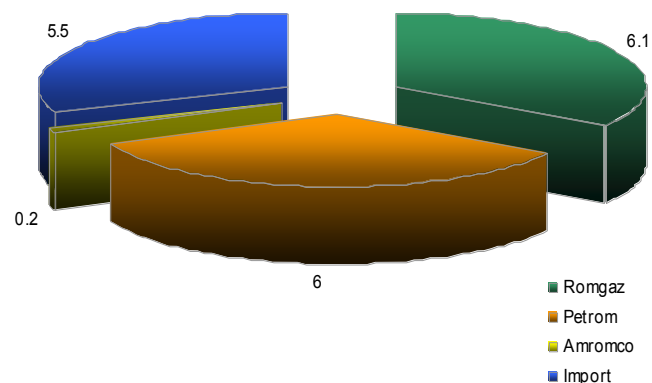
Dreptul de exploatare a SNT a fost acordat emitentului de catre ANRM (Agentia Nationala de Resurse Minerale), in baza Acordului de Concesiune semnat pe o perioada de 30 de ani (acesta fiind valabil pana in 2032) si a Licentei de Transport valabila pentru o perioada de 15 ani si acordata de Autoritatea de Reglementare. Pentru utilizarea conductelor magistrale si echipamentelor conexe aflate in proprietatea statului roman Transgaz plateste o redeventa de 5% din veniturile realizate din activitatile de transport si tranzit, la finalul anului 2006 acestea reprezentand 5,57% din totalul cheltuielilor operationale.

In cursul anului 2006, consumul total de gaze naturale in Romania a fost de 17,8 mld mc, din care productia interna a reprezentat 69% (12,3 mld mc), iar importul 31% (5,5 mld mc).

Consumul total a crescut in 2006, in anul 2005 acesta fiind de 17,6 mld mc. Graficul urmator prezinta evolutia consumului total de gaze in Romania in perioada 2000-2006.



Structura consum gaze naturale (mld mc) - 2006



Urmatoarele doua tabele prezinta evolutia volumului de gaze naturale transportate de SNT, dupa sursa, in perioada 2003-2006, evolutia volumului total de gaze consumat in Romania si prognoza consumului intern de gaze naturale potrivit Strategiei Energetice a Romaniei pentru perioada 2007-2020:

miliarde mc	2003	2004	2005	2006
Romgaz si alti producatori interni	6,7	6,2	6,8	7,0
Petrom	4,0	4,4	4,3	3,1
Import	5,4	5,1	5,3	5,1
Total gaze transportate SNT	16,1	15,7	16,4	15,2
Consum total intern de gaze	n/a	18,5	17,6	17,2

miliarde mc	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Import	6,1	6,6	7,0	7,2	7,5	7,8	8,0
Productie interna	11,7	11,3	11,0	10,9	10,8	10,2	10,6
Total	17,8	17,9	18,0	18,1	18,3	18,0	18,6

Activitatea de transport consta in livrarea gazelor naturale de la producatori/importatori catre distribuitori/consumatori industriali sau depozite subterane. Aceasta este activitatea cu cel mai mare aport la veniturile totale inregistrate de emitent, in anul 2006 acestea reprezentand 68,54% din total. Veniturile obtinute din aceasta activitate sunt reglementate, modulul de calcul al acestora fiind detaliat in capitolul "Performante economico-financiare". Tarifele practicate pentru activitatea de transport a gazelor naturale sunt reglementate si au doua componente: tarif pentru rezervare de capacitate de transport (componenta fixa); tarif pentru componenta volumetrica (variabila) stabilit in functie de cantitatile transportate.

Tranzitul de gaze naturale conta in transportul pe teritoriul Romaniei, cu sau fara transbordare, prin SNT sau prin conducte magistrale dedicate, a gazelor naturale provenite din alt stat si destinate unui stat tert. Regimul serviciului de tranzit prin conducte magistrale dedicate se stabileste prin acorduri internationale, iar tariful de tranzit este negociat intre Transgaz si beneficiarul serviciului, respectiv, in cazul Transgaz, Bulgargaz si Gazprom Export. Transgaz permite astfel transportul gazelor naturale dinspre Rusia catre Bulgaria (printr-o conducta de 183,5 km) si Turcia, Grecia si alte tari prin doua conducte, una cu o lungime de 186,3 km si una cu o lungime de 181,94 km.

Tariful de tranzit se stabileste pe baze comerciale sub forma unei sume pentru fiecare 1000 mc tranzitati prin 100 km de conducta sau a unei sume globale. Volumul de gaze naturale tranzitat de Transgaz a fost de 26.100 milioane mc in anul 2004, de 26.300 milioane mc in 2005 si de 23.670 milioane mc in 2006. Pentru anul 2007 este comandata o capacitate totala de 23.770 milioane mc de gaze naturale.

Un proiect important pentru Transgaz in ceea ce priveste activitatea de tranzit este proiectul Nabucco. Acesta are scopul de a conecta pietele europene la rezervele de gaze naturale din zona Marii Caspice si Orientul Mijlociu. In proiect sunt implicate cinci companii de profil si anume: BOTAS din Turcia, Bulgargaz din Bulgaria, Transgaz din Romania, Mol din Ungaria si OMV Erdgas din Austria. Punctul de plecare al conductei ar urma sa fie

granitele Turciei cu Georgia si Iran, iar punctul final ar trebui sa fie Baumgarten din Austria (punct in care sunt colectate gazele rusesti tranzitate catre vestul Europei).

Proiectul reprezinta o prioritate pentru Uniunea Europeana, care finanteaza 50% din valoare, restul fiind finantat din fondurile proprii ale companiilor implicate. Lungimea estimata a conductei este de 3.282 km, din care 457 km vor tranzita teritoriul Romaniei. Proiectul Nabucco isi are geneza in dependenta ridicata a Europei de surse externe de energie si in special de gazele din Rusia, prognozele aratand cresterea gradului de dependenta externa cu pana la 70% pana in anul 2030 (30% fata de gazele naturale din Rusia). Implementarea proiectului Nabucco reprezinta un potential foarte ridicat de venituri si profit pentru Transgaz, tinand cont de faptul ca cea mai mare rata de profitabilitate a emitentului provine din activitatea de tranzit; din pacate realizarea proiectului intarzie ca urmare a anumitor dificultati, acestea generand chiar incertitudini cu privire la progresul sau. Emitentul detine 20% din compania de proiect, Nabucco Pipeline International GMBH. Investitiile totale planificate de Transgaz pentru proiectul Nabucco in perioada 2007-2013 sunt de 752 mil lei, inasa aceasta estimare va fi, cel mai probabil, revizuita.

Un proiect paralel cu Nabucco este proiectul South Stream. Acest proiect este finantat in proportie de 50% de grupul italian ENI si in proportie de 50% de Gazprom si ar urma sa traverseze Marea Neagra pe o distanta de 900 km pana in Bulgaria, in continuare urmand sa tranziteze mai multe tari. Romania nu este o tara inclusa in acest proiect.

O alta activitate a Transgaz este cea de dispecerizare a gazelor naturale si anume aceea de corelare si echilibrare permanenta a cantitatilor de gaze naturale intrate si iesite din sistem. Activitatea de furnizare de gaze naturale reprezinta o exceptie de la interdictia operatorului SNT de a se angaja in operatiuni de exploatare, extractie, distributie si furnizare la consumatori a gazelor naturale, emitentul avand posibilitatea de a comercializa cantitatile de gaze naturale primite ca plata pentru serviciile de tranzit.

Tabelul de mai jos prezinta o evolutie pe categorii principale a totalul investitiilor realizate de Transgaz in perioada 2004-2006. Peste 76% din sumele prezentate au fost alocate potrivit planului minimal de investitii aprobat de ANRM.

milioane lei	2004	2005	2006
Modernizarea si retehnologizarea SNT	39,7	16,4	23,7
Dezvoltarea sistemului de transport gaze si instalatii	216,7	209,6	140,2
Utilaje independente	1,9	7,7	2,5
Alte lucrari de constructii	10,9	3,3	2,1
Cheltuieli pentru studii si proiecte	0,9	2,1	2,0
Total	270,1	239,1	170,5

Planul minimal de investitii trebuie depus spre aprobare la ANRM odata la fiecare cinci ani. Pentru perioada 2007-2011 planul cuprinde investitii in valoare totala de 1.024 milioane lei, dedicate lucrarilor privind dezvoltarea SNT, modernizarii instalatiilor si echipamentelor aferente SNT, dar si unor lucrari privind reabilitarea si cresterea sigurantei in exploatarea conductelor de transport gaze naturale.

Pe langa acest plan minimal de investitii, efortul investitional al emitentului mai cuprinde investitii necesare in vederea respectarii obligatiilor sale de prestare a serviciului public de transport, precum si obiective care deriva din politica energetica a Romaniei cuprinsa in documentul numit Strategia Energetica a Romaniei in perioada 2007-2020 (potrivit acestui document investitiile totale insumeaza 1.492 milioane lei in perioada 2008-2012).

Punctele tari ale emitentului includ: transportul de gaze naturale in Romania este monopol, Transgaz fiind singurul operator de transport; metodologia de stabilire a veniturilor de tip plafon genereaza un nivel stabil al veniturilor obtinute din activitatea de transport al gazelor naturale; profitabilitatea ridicata rezultata in urma activitatii de tranzit de gaze naturale; grad de indatorare foarte mic. Printre punctele slabe enumeram: contractele de tranzit incheiate in prezent au o valabilitate limitata; o mare parte din active au durata de viata depasita; profitabilitatea emitentului poate fi afectata in cazul in care costurile din activitatea de transport depasesc costurile recunoscute de autoritatea de reglementare; posibilitatea scazuta de imbunatatire a profitabilitatii activitatii de transport al gazelor naturale.

Oportunitatile de care se poate bucura compania sunt: implementarea proiectului Nabucco; cadrul reglementat favorabil Transgaz si in viitor. Printre amenintarile cu privire la activitatea companiei enumeram: constructia proiectelor concurente Nabucco pot diminua cantitatea de gaze transportata prin conductele Transgaz; variatia cursului de schimb ar putea afecta veniturile din activitatea de tranzit.

CAPITAL SOCIAL

Capital social	103.888.880 lei
Numar actiuni	10.388.888
Valoare nominala	10 lei
Proprietate	Majoritar de stat
Free Float	0%

► Capital social

Capitalul social al Transgaz este de 103.888.880 lei , impartit intr-un numar de 10.388.888 actiuni cu o valoare nominala de 10 lei. Acesta este detinut in proportie de 85,01% de statul roman, reprezentat de Ministerul Economiei si Finantelor si in proportie de 14,98% de Fondul Proprietatea. Structura capitalului social inainte de oferta publica initiala este:

Structura actionariat	Nr. actiuni	% capital social
Ministerul Economiei si Finantelor	8.831.840	85,01%
Fondul Proprietatea	1.557.048	14,98%
Total	10.388.888	100,00%

De la infiintare capitalul social al emitentului a suferit mai multe modificari de valoare. Acesta s-a constiuit initial prin preluarea unei parti a activului SNGN Romgaz, ulterior fiind diminuat cu valoarea unor active fixe si circulante catre ANRGN (Autoritatea Nationala de Reglementare in domeniul energiei) si apoi majorat prin reevaluarea unor imobilizari corporale si prin aport in natura pentru anumite terenuri detinute anterior de stat.

Capitalul social al emitentului urmeaza a se majora in perioada urmatoare cu valoarea unor terenuri, reprezentand un aport in natura a statului roman. In urma majorarii de capital, detinerea Fondului Proprietatea nu se va diminua, acestuia fiindu-i alocate un numar de actiuni nou emise in mod proportional.

Valoarea estimata a terenurilor pentru care emitentul a dobandit 14 certificate de proprietate si pentru care nu a majorat inca capitalul social este de 46.331 lei. Transgaz a initiat procedurile de obtinere a altor drepturi de proprietate pentru un numar de 56 de terenuri. Impactul prognozat asupra capitalului social nu ar trebui sa depaseasca 1%. Valoarea capitalului social varsat prin aport in natura nu depaseste 10% din capitalul social actual al Transgaz.

In anul 2004, Ministerul Economiei si Comertului a publicat o oferta de privatizare prin restituire, incluzand o cota de 5% din capitalul social al Transgaz, in vederea despagubirii anumitor persoane indreptatite, insa nu exista la acest moment date cu privire la structura si nivelul acestor subscrieri. Cota de 5% ar afecta numai actiunile detinute de stat, nu si cele din oferta.

Dupa oferta publica initiala si exercitarea dreptului de preferinta de catre Fondul Proprietatea, statul roman reprezentat prin Ministerul Economiei si Finantelor isi va diminua detinerea in companie (renuntand la dreptul de

preferinta in majorare) la 75,01% din actiuni; detinerea Fondului Proprietatea va ramane la 14,98% din actiuni, iar procentul de free float va fi de 10%:

Structura actionariat dupa IPO	Nr. actiuni	% capital social
Ministerul Economiei si Finantelor	8.831.840	75,01%
Fondul Proprietatea	1.764.620	14,98%
Free Float	1.177.384	10,00%
Total	11.773.844	100,00%

Dupa inchiderea ofertei publice initiale, capitalul social al Transgaz va avea o valoare de 117.738.440 lei si va fi impartit intr-un numar de 11.773.844 actiuni cu o valoare nominala de 10 lei.

Conform legii emitentul are obligatia distribuirii ca dividende a 50% din profitul ramas dupa deducerea impozitului pe profit, a rezervelor legale si a altor rezerve reprezentand facilitati fiscale prevazute de lege, dupa acoperirea pierderilor contabile din anii precedenti, constituirea unor surse proprii pentru proiectele cofinantate din imprumuturi externe, precum si pentru constituirea surselor necesare rambursarii ratelor de capital, platii dobanzilor, comisioanelor si a altor costuri aferente acestor imprumuturi externe.

Dividendele aferente exercitiilor financiare 2003, 2005 si 2006 au avut valori de 3,9327, 6,88, respectiv 11,69 lei/actiune; pentru anul 2004 nu s-au platit dividende, emitentul retinand profitul pentru sustinerea unor investitii.

► **Performante economico-financiare**

Veniturile obtinute de emitent provin din servicii de transport intern, servicii de tranzit international, venituri din vanzarea gazelor si venituri din alte surse aflate in afara obiectului principal de activitate. In anul 2006 veniturile din activitatea de transport intern au fost de 620,81 milioane lei si au reprezentat 68,54% din totalul cifrei de afaceri, veniturile din activitatea de tranzit au fost de 212,66 milioane lei si au reprezentat 23,47% din totalul cifrei de afaceri, iar cele obtinute din vanzarea gazelor au fost de 71,62 milioane lei si au reprezentat 7,91% din totalul cifrei de afaceri inregistrata. Comparativ cu anul 2005 ponderea totala a veniturilor rezultate din activitatea de tranzit in cifra de afaceri a scazut, activitatea de transport a gazelor naturale si cea de vanzare a gazelor naturale inregistrand cresteri in total venituri.

STRUCTURA CIFREI DE AFACERI

	2005	2006
Transport intern	66,50%	68,54%
Tranzit	28,61%	23,47%
Vanz. gazelor	4,80%	7,91%
Alte servicii	0,07%	0,08%

Activitatea de transport a gazelor naturale si cea de tranzit sunt principalele surse generatoare de venit.

Activitatea de transport a gazelor naturale si cea de tranzit sunt principalele

surse generatoare de venit, in timp ce celelalte venituri au contributii marginale la cifra de afaceri a emitentului.

Venitul obtinut din activitatea de transport este unul reglementat si se determina pentru perioade de reglementare de 5 ani. Acest venit insumeaza costurile operationale, amortizarea reglementata si o rata de rentabilitate aplicata la baza de active reglementate:

$$\text{venit reglementat} = \text{costuri operationale} + \text{amortizare reglementata} + (\text{rata de rentabilitate} \times \text{baza de active reglementate})$$

Metodologia presupune stabilirea la inceputul fiecărei perioade de reglementare a anumitor parametri cheie: costuri operationale estimate pentru primul an al perioadei de reglementare (aplicabile activitatii de transport); baza de active reglementate (stabilizata pe baza metodei fluxurilor de numerar actualizate); amortizarea anuala calculata pentru o perioada de amortizare de 30 de ani, reevaluată anual cu valoarea capitalului de lucru; rata anuala a rentabilitatii (stabilita utilizand costul mediu ponderat al capitalului); rata de crestere a eficientei economice pentru activitatea de transport.

Veniturile totale sunt egale cu veniturile reglementate la care se adauga costurile preluate direct (contributii fiscale aferente salariatilor, impozite, redeventa anuala de 5% platita pe baza Acordului de Concesiune catre stat pentru veniturile realizate din transport, investitii pentru dezvoltarea si imbunatatirea SNT). Venitul pentru urmatoorii ani este venitul reglementat din anul anterior care se ajusteaza cu rata inflatiei si rata de eficienta, la acestea adaugandu-se corectii pentru anul anterior (valori estimate fata de cele realizate), costuri preluate direct, randamentul si amortizarea reglementata a investitiilor puse in functiune in anul anterior.

Tabelul urmatoar prezinta evolutia venitului total recunoscut de Autoritatea de reglementare in prima perioada de reglementare.

Venit din transport gaze	1 iulie 2004—30 iunie 2005	1 iulie 2005—30 iunie 2006	1 iulie 2006—30 iunie 2007
Venit total recunoscut in anul reglementat	483.678.800	558.714.800	731.436.800
- Venit reglementat	426.325.800	501.617.100	660.283.000
- Costuri preluate direct	57.353.000	57.097.700	71.153.000
Venit realizat	468.799.000	556.105.000	670.345.000
Volum transport avut in vedere de ANRE (mil mc)	17.606	17.028	17.037
Volum transport realizat (mil mc)	16.318	15.499	14.500

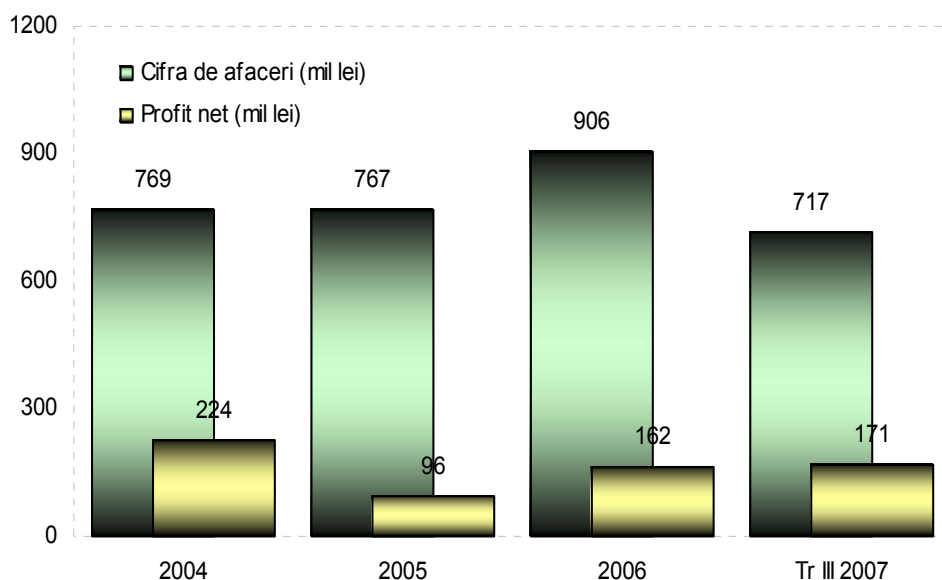
Prima perioada de reglementare a fost 1 iulie 2004—30 iunie 2007 (trei ani, ca exceptie). Urmatoarea perioada de reglementare este 1 iulie 2007—30 iunie 2012.

Cealalta activitate cu pondere ridicata in venituri (cea de tranzit) nu este una reglementata, iar tarifele sunt stabilite prin contracte cu terti, Transgaz asigurand transportul de gaze naturale din Federatia Rusa catre alte tari prin intermediul a trei conducte magistrale. Contractele de tranzit au fost incheiate pe o perioada de timp limitata.

Serviciile de tranzit sunt prestate in prezent catre Bulgargaz (1 contract) si Gazprom Export (2 contracte). Contractul cu Bulgargaz are scadenta la finalul anului 2011, neavand o clauza de prelungire. Unul din contractele cu Gazprom are scadenta in 2011 cu posibilitatea prelungirii pe perioade succesive de 5 ani, iar celalalt are un termen de valabilitate pana in 2023 si se poate prelungi pe perioade succesive de 5 ani.

In ceea ce priveste activitatea de tranzit a Transgaz exista riscul ca anumite proiecte concurente sa diminueze cantitatea de gaze naturale tranzitata de emitent, rezultatul fiind o diminuare a veniturilor din aceasta activitate. Exista in schimb si posibilitatea realizarii unor proiecte in care Transgaz s-ar bucura de un rol important, ce ar putea duce la o crestere a veniturilor din activitatea de tranzit.

Alte venituri obtinute de emitent sunt cele din vanzarea gazelor naturale primite in barter si venituri din alte servicii. Graficul urmator prezinta o evolutie a cifrei de afaceri si a profitului net in perioada 2004 - Trim. III 2007.



SITUATIE FLUXURI DE NUMERAR

Mil lei	2005	2006
Cash inceput an	22,38	29,97
Cash exploatare	245,81	332,78
Cash investitii	-230,96	-125,74
Cash fnantare	-7,28	-176,06
Cash sfarsit an	29,97	60,93
Variatie cash	7,59	30,96

Tabelul urmatoar prezinta pentru perioada 2004—Trim. III 2007 o evolutie a principalilor indicatori din contul de profit si pierdere (IFRS – Standarde Internationale de Contabilitate).

lei	2004	2005	2006	Tr. II 2007
- Venituri din servicii de transport intern	434.774.000	510.248.000	620.811.000	n/a
- Venituri din servicii de tranzit international	242.316.000	219.546.000	212.667.000	n/a
- Venituri din vanzarea gazelor	91.130.000	36.836.000	71.623.000	n/a
- Venituri din alte servicii	557.000	558.000	659.000	n/a
Cifra de afaceri	768.777.000	767.188.000	905.760.000	492.562.000
Alte venituri	5.427.000	13.377.000	29.197.000	3.432.000
Venituri totale	774.204.000	780.565.000	934.957.000	495.994.000
- Cheltuieli cu deprecierea activelor	154.524.000	161.203.000	165.297.000	79.188.000
- Cheltuieli salariale	137.192.000	142.613.000	178.742.000	77.573.000
- Consum tehnologic—gaz	123.861.000	164.735.000	168.251.000	71.635.000
- Costul gazelor vandute	89.415.000	36.554.000	71.488.000	55.742.000
- Cheltuiala cu redeventa	33.854.000	35.851.000	42.313.000	21.813.000
Total costuri de exploatare	614.554.000	642.403.000	758.676.000	385.769.000
% Ch. de exploatare in cifra de afaceri	79,93%	83,73%	83,76%	77,77%
- Profit din transport	-20.289.000	4.290.000	6.728.000	n/a
- Profit din tranzit	184.317.000	131.159.000	155.588.000	n/a
- Profit din furnizare de gaze	1.715.000	282.000	135.000	n/a
- Profit din alte activitati	-6.093.000	2.431.000	13.830.000	n/a
Profit din exploatare (EBIT)	159.650.000	138.162.000	176.281.000	110.225.000
Marja operationala (%)	20,62%	17,70%	18,85%	22,22%
EBITDA	314.174.000	299.365.000	341.578.000	189.413.000
Marja EBITDA (%)	40,58%	38,35%	36,53%	38,18%
Venituri financiare	33.693.000	12.925.000	38.778.000	17.097.000
Cheltuieli financiare	24.507.000	35.309.000	20.981.000	6.430.000
Rezultatul financiar	9.186.000	-22.384.000	17.797.000	10.667.000
Profit brut	168.836.000	115.778.000	194.078.000	120.892.000
Marja bruta (%)	21,80%	14,83%	20,75%	24,37%
Profit net	224.060.000	96.004.000	161.561.000	101.064.000
Marja neta (%)	28,94%	12,29%	17,28%	20,37%

RATE DE CRESTERE

	2005	2006
Cifra de afaceri	0,2%	18,0%
Cheltuieli operationale	4,5%	18,1%
Profit operational	-13,4%	27,6%
Profit net	-57,1%	68,2%

Cifra de afaceri a Transgaz a cunoscut o crestere de 18,06% in anul 2006, respectiv de la 767,18 mil lei la 905,76 mil lei, generata de inregistrarea unor venituri mai ridicate din activitatea de transport a gazelor; rezultatele au stagnat in 2005, cand cresterea veniturilor din activitatea de transport a gazelor naturale a compensat scaderea celor obtinute din activitatea de tranzit sau vanzari de gaze naturale. Scaderea veniturilor din activitatea de

RATE DE CREȘTERE VENITURI

	2005	2006
Venit transport	17,3%	21,6%
Venit tranzit	-9,4%	-3,1%
Venit vanzarea gazelor	-59,5%	94,4%
Alte servicii	0,1%	18,1%

RATE DE CREȘTERE CHELTUIELI

	2005	2006
Ch cu deprecierea activelor	4,32%	2,53%
Salariale	3,95%	25,33%
Consum tehnologic	32,99%	2,31%
Cost gaze vandute	-59,11%	94,45%
Ch cu redeventa	5,89%	18,02%
Intretinere si reparatii	173,48%	50,43%

STRUCTURA PROFIT DIN EXPLOATARE—2006

Transport	3,81%
Tranzit	88,26%
Furnizare gaze	0,07%
Alte activitati	7,86%

STRUCTURA CHELTUIELOR DE EXPLOATARE—2006

Ch cu deprecierea activelor	21,78%
Salariale	23,55%
Consum tehnologic	22,17%
Cost gaze vandute	9,42%
Ch cu redeventa	5,57%
Intretinere si reparatii	7,20%

tranzit se datoreaza aprecierii leului, acestea au ramas stabile insa in valuta in care au fost contractate.

Emitentul primeste sub forma de plata in natura, conform prevederilor contractelor de tranzit incheiate, gaze naturale pe care le vinde pe piata locala sau le foloseste pentru propriul consum tehnologic. Cresterea de 94,4% veniturilor din gazele naturale vandute in anul 2006 se datoreaza atat unui volum de gaze disponibil mai mare, cat si ca urmare a utilizarii unei cantitati mai mici pentru propriul consum.

Profitul din activitatea de exploatare a cunoscut o crestere de 27,59% in anul 2006, nivelul acestuia fiind de 176,28 mil lei, principala cauza fiind imbunatatirea marjei de profit din activitatea de tranzit si cresterea nivelului profitului din activitati de tranzit a gazelor naturale cu 18,60%. Cresterea profitului din activitatea de tranzit s-a datorat unor cheltuieli de intretinere mai reduse. Un aport semnificativ la cresterea profitului operational l-a avut si inregistrarea in anul 2006 a unor castiguri cu caracter nerecurent. Datorita valorii mici comparativ cu profitul operational final, cresterea profitului din activitatea de transport a gazelor, de 56,85%, a fost nesemnificativa ca impact general asupra profitului total. In anul 2005, profitul din exploatare a inregistrat o scadere de 13,45%, principala cauza fiind scaderea veniturilor din activitatea de tranzit si implicit a profitului generat de aceasta activitate.

In anul 2006, profitul net a inregistrat o crestere de 68,28%, pana la valoarea de 161,56 mil lei. Profitul net a inregistrat o scadere de 57,15% in anul 2005, ca urmare a unui profit operational mai mic, cat si datorita unor cheltuieli financiare mai mari.

Cheltuielile cu cea mai mare pondere in total sunt cele reprezentand consumul tehnologic (reprezentat de consumul propriu de gaze), precum si cele cu deprecierea activelor si salariale.

	2004	2005	2006
Profitabilitate activitate transport	pierdere	0,84%	1,08%
Profitabilitate activitate tranzit	76,06%	59,74%	73,16%
Marja din activitatea de exploatare	20,77%	18,01%	19,46%
Rata de profitabilitate	27,73%	12,10%	16,59%
Profitabilitate capital propriu	10,36%	4,36%	7,07%
Profitabilitate active totale	8,11%	3,34%	5,55%

Asa cum am prezentat mai sus, cea mai mare pondere in totalul veniturilor incasate o au cele obtinute din activitatea de transport, insa acestea nu au

avut cel mai important aport asupra profitabilitatii companiei. Astfel, cea mai profitabila activitate este cea de tranzit, aceasta generand in anul 2006 88,26% din profitul operational total obtinut. Activitatea de transport a gazelor naturale inregistra o rata de profitabilitate de 0,84% in anul 2005 si de 1,08% in anul 2006, emitentul obtinand din aceasta activitate un profit simbolic.

Activitatea Transgaz este caracterizata de sezonalitate, in trimestrele II si III ale anului inregistrandu-se in general venituri substantial mai mici.

Parametrii de stabilire a veniturilor pentru perioada de reglementare 1 iulie 2004—30 iunie 2007 au fost urmatorii: costuri operationale pentru primul an al perioadei de reglementare de 289.234.000 lei; rata anuala a rentabilitatii pentru prima perioada de reglementare de 10,84%; baza de active reglementata de 942.452.000 lei, rata de crestere a eficientei economice pentru perioada de reglementare de 0,00%.

A doua perioada de reglementare a inceput la 1 iulie 2007 si se refera la urmatorii 5 ani. Venitul total recunoscut pentru primul an de reglementare este de 955.281.000 lei, noile tarife pe baza acestuia urmand a intra in vigoare la 1 octombrie 2007. Parametrii pentru stabilirea venitului reglementat in primul an al acestei perioade de reglementare sunt: costuri operatioale pentru primul an al perioadei de reglementare de 627.174.000 lei; rata anuala a rentabilitatii de 7,88%; baza de active reglementate de 1.860.269.000 lei; rata de crestere a eficientei economice pentru intreaga perioada de reglementare de 8,00%; costuri preluate direct pentru primul an al perioadei de reglementare de 117.470.000 lei.

Tabelul urmator prezinta pentru perioada 2004-Trim. II 2007 o evolutie a principalilor indicatori din bilant.

INDICATORI DE SOLVABILITATE

	2005	2006
Solvabilitate	76,64%	78,51%
Grad indatorate	23,36%	21,49%

lei	2004	2005	2006	Trim. II 2007
Active imobilizate	2.534.523.000	2.614.194.000	2.630.809.000	2.641.727.000
- Imobilizari corporale	2.521.865.000	2.602.485.000	2.619.675.000	2.632.011.000
Active circulante	227.537.000	254.904.000	276.896.000	9.713.000
Active totale	2.762.060.000	2.869.098.000	2.907.705.000	2.842.732.000
Capital propriu	2.161.370.000	2.198.874.000	2.282.839.000	2.262.576.000
- Capital social	545.123.000	545.222.000	545.249.000	545.307.000
- Rezerva aferenta patrimoniului public	1.264.797.000	1.265.797.000	1.265.797.000	1.265.797.000
Datorii pe termen lung	385.631.000	361.006.000	322.294.000	299.699.000
Datorii pe termen scurt	215.059.000	309.218.000	302.572.000	280.457.000
Pasiv total	2.762.060.000	2.869.098.000	2.907.705.000	2.842.732.000

► *Evaluare si concluzii*

Transgaz este cea mai noua companie de importanta strategica detinuta de statul roman care vine la bursa, imbogatind sectorul utilitatilor si implicit structura de emitenti listati pe piata reglementata; aceasta noua aparitie diversifica si oportunitatile disponibile investitorilor, avand in vedere numarul redus de oferte publice initiale ce au avut loc pana in prezent.

Cadrul legislativ si operational bine reglementat in care opereaza si statutul de monopol al Transgaz determina o anumita stabilitate si predictibilitate in rezultatele viitoare. In plus, pe langa veniturile reglementate pentru care estimarile de crestere in urmatorii ani sunt moderate, emitentul poate profita in viitor si de o crestere a activitatii de tranzit a gazelor naturale, ca urmare a proiectului Nabucco. Bineinteles, asa cum am prezentat anterior, proiectul prezinta inca dificultati in realizare si un anumit nivel de incertitudine.

Tabelul urmator prezinta o comparatie intre principalii indicatori de profitabilitate inregistrati de Transgaz si cei inregistrati de alte companii din domeniul gazelor naturale din Europa.

Companii	Marja operationala	Marja neta	ROA	ROE
Gaz de France	13,05%	8,31%	5,24%	14,97%
Gas Natural	12,21%	8,26%	6,31%	15,45%
SNAM Rete Gas	52,56%	25,45%	4,34%	11,67%
Enagas	51,66%	29,52%	6,32%	18,45%
Distrigaz	8,74%	5,65%	9,01%	25,31%
Rubis	6,06%	4,18%	4,34%	9,56%
Transgaz	18,85%	16,59%	5,55%	7,07%

O profitabilitate mai mare se intalneste in cazul companiilor Snam Rete Gas si Enagas, acestea lucrând cu marje operationale ridicate, de 52,56%, respectiv 51,66%, in conditiile in care marja operationala a Transgaz la finalul anului 2006 era de 18,85%. Enagas este transportatorul de gaze naturale din Spania, insa obiectul de activitate al emitentului mai cuprinde si alte activitati conexe cum ar fi activitati de inmagazinere sau degazificare a gazelor naturale. Snam Rete Gas este lider in transportul gazelor naturale in Italia. La baza diferentelor inregistrate intre ratele de eficienta a celor doua companii si Transgaz sta si un nivel de tehnologizare mai ridicat al primelor doua; datorita starii mijloacelor fixe, Transgaz inregistreaza cheltuieli operationale de reparatii si consum tehnologic mai mari. O alta explicatie sunt si diferentele majore de reglementare in tarile din care face parte fiecare companie.

Comparativ cu celelalte companii, Transgaz prezinta indicatori de eficienta mai buni, insa orice comparatie trebuie sa ia in calcul particularitatile si complexitatea obiectului de activitate al fiecarei companii. Marja operationala pentru Transgaz este calculata raportat la totalul profitului operational si cifra de afaceri inregistrata de emitent, insa trebuie luate in calcul si unele aspecte particulare ale activitatii Transgaz (faptul ca activitatea de transport a gazelor naturale este una reglementata, iar aceasta genereaza un profit redus comparativ cu veniturile, etc). Cealalta activitate importanta, si anume cea de tranzit a gazelor naturale, se bucura de o marja operationala mult mai ridicata, aceasta fiind la finalul anului 2006 de 73,16%.

Emitentul inregistreaza o rata de rentabilitate a activelor (ROA) comparabila cu cea a emitentilor luati in calcul in tabelul anterior, si o rata de rentabilitate a capitalurilor proprii (ROE) mai redusa, motivul fiind gradul de indatorare redus inregistrat de Transgaz.

Deoarece la momentul actual Transgaz nu este o companie listata, actiunile acesteia nu au inca un pret de piata. Tinand cont de pretul unei actiuni in oferta publica, de 191,92 lei/actiune vom estima in continuare o serie de indicatori de evaluare a valorii emitentului.

	Inainte de oferta	Dupa oferta
Profit/actiune (lei)	17,8810	15,7776
Val. contabila (lei)	217,7880	193,3453
Venit/actiune	97,9242	86,4051
Indicator P/E	10,73	12,16
Indicator P/B	0,88	0,99
Indicator P/S	1,96	2,22

Transgaz va fi cea de-a doua companie din domeniul utilizatorilor listata la Bursa de Valori Bucuresti, cealalta companie listata fiind CNTEE Transelectrica. Aceasta din urma poate fi considerata o companie comparabila cu Transgaz atat din punct de vedere a sectorului din care fac amandoua parte, cat si datorita caracterului reglementat al ambelor tipuri de activitati prestate: Transelectrica este transportatorul national de energie electrica, veniturile acestei companii fiind reglementate, iar Transgaz este transportatorul national de gaze naturale, o parte din veniturile acestuia fiind de asemenea reglementate.

In prezent titlurile Transelectrica sunt tranzactionate la o valoare de 17,29 a indicatorului P/E, de 1,19 P/B si de 0,95 P/S. Indicatorii Transgaz, estimati mai sus, par a nu lasa loc de crestere foarte mare dupa listare prin raportare la cei ai Transelectrica. Insa in cazul acesteia din urma trebuie sa

tinem seama de inregistrarea unor venituri financiare atipice foarte ridicate in ultimele 12 luni, dar si faptul ca activitatea Transelectrica este reglementata integral, spre deosebire de Transgaz.

In continuare vom estima o valoare potentiala de piata a unei actiuni Transgaz, utilizand atat metoda comparatiilor cu companii similare, cat si metoda Discounted Cash Flow:

Companii*	P/E curent	P/E 2007E	P/S curent	P/S 2007E	P/EBITDA curent	P/EBITDA 2007E	P/B
Gaz de France	18,73	15,39	1,50	1,37	7,43	7,01	2,26
Gas Natural	19,94	18,16	1,87	1,62	8,07	7,61	3,01
SNAM Rete Gas	18,35	17,10	4,54	4,13	4,68	5,14	2,33
Enagas	19,81	17,95	6,00	5,35	7,40	7,17	3,55
Medie	19,20	17,15	3,47	3,11	6,89	6,73	2,78
Transgaz	12,16	11,52	2,22	2,09	6,14	6,43	0,99
Discount/Prima Transgaz fata de Medie	-36%	-33%	-36%	-32%	-11%	-4%	-64%
Ponderi utilizate in evaluare		0,40		0,40		0,20	0,00
Valoare totala estimata Transgaz	3.010,61 milioane lei						
Valoarea pe actiune estimata Transgaz	255,70 lei/actiune						

Discounted Cash Flow* (DCF)										
Milioane lei	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT (Profit operational)	205,18	238,79	277,87	323,30	376,10	422,74	464,17	497,59	520,48	530,89
Impozit (%)	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00
EBIT*(1-Impozit)	172,35	200,58	233,41	271,57	315,92	355,10	389,90	417,97	437,20	445,94
+Amortizarea	173,56	182,23	191,35	200,91	210,96	220,24	228,61	235,93	242,06	246,90
-Cheltuieli de capital	179,02	187,97	197,37	207,24	217,60	236,13	254,65	273,18	291,70	310,23
-Crestea capitalului de lucru	29,63	34,07	39,19	45,06	51,82	49,27	43,76	35,30	24,18	10,99
=FCFF (Free Cash Flow)	137,26	160,77	188,20	220,18	257,45	289,94	320,09	345,41	363,38	371,62
Terminal Value in anul 2016										5.269,71
Valoarea actualizata a FCFF	122,82	129,32	136,51	144,73	153,50	157,49	159,10	157,23	151,48	2.153,71
Valoarea firmei	3.465,93 milioane lei									
Valoarea estimata a unei actiuni pe baza DCF	275,41 lei/actiune									

Componente WACC*										
Cost of Equity	12,90%	12,30%	11,92%	11,34%	11,16%	10,60%	10,10%	10,10%	10,10%	10,10%
Risk-free Rate	6,50%	6,30%	6,00%	5,50%	5,40%	5,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Risk premium	8,00%	7,50%	7,40%	7,30%	7,20%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta	0,80									
Grad de indatorare	21,49%									
Cost imprumuturi (inainte de impozitare)	9,00%	8,80%	8,50%	8,25%	8,00%	7,50%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
WACC	11,75%	11,25%	10,89%	10,35%	10,25%	9,77%	9,28%	9,19%	9,19%	9,19%

*Tabelele utilizeaza date si estimari Intercapital Invest si Bloomberg

Potrivit comparatiilor cu media indicatorilor de evaluare inregistrati de companiile Gaz de France (Bloomberg: GAZ FP), Gas Natural (Bloomberg: GAZ SM), Snam Rete Gaz (Bloomberg: SRG IM) si Enagas (Bloomberg: ENG SM) valoarea estimata pentru o actiune Transgaz este de 255,7 lei.

Portivut modelului DCF valoarea estimata a unei actiuni Transgaz este de 275,41 lei. Estimările luate in calcul in model folosesc o crestere de 15% a veniturilor in prima perioada de crestere, si o crestere pe termen lung de 2%.

Utilizand rezultatele ambelor modele, valoarea estimata de noi a unei actiuni Transgaz este de 265,55 lei/actiune:

Evaluare Transgaz			
	Pret/actiune—lei	Pondere	Target price
Discounted Cash Flow	275,41	0,50	265,55 lei/actiune
Comparatii multipli	255,70	0,50	

In luna martie 2007, Standard&Poor's Ratings Services a acordat Transgaz ratingul „BB+” pentru pentru imprumaturile corporative pe termen lung, cu perspective pozitive. Ratingul acordat reflecta domeniul de activitate bun si monopolul detinut in ceea ce priveste transportul gazelor naturale in Romania, stabilitatea veniturilor provenite din activitatea de transport a gazelor naturale, situatia financiara solida si suportul guvernamental indirect in ceea ce priveste statutul de monopol si importanta strategica a companiei in sectorul energetic.

Oferta publica initiala a Trangaz este asteptata cu interes de investitori, tinand cont de faptul ca aceasta este prima oferta initiala derulata anul acesta (precizare valabila la momentul redactarii acestui raport) si in acelasi timp oferta publica initiala cu cea mai mare valoare de pana acum din Romania.

Din experientele celorlalte oferte initiale derulate pana acum exista o probabilitate ridicata pentru inregistrarea unui grad de subscriere ridicat. Tinand cont si de elementele de evaluare prezentate in acest capitol, consideram ca IPO Transgaz reprezinta, atat din punct de vedere fundamental cat si tehnic, o oportunitate pentru investitori.

RECOMANDARE:

CUMPARARE



Abrevierile folosite in raport sunt urmatoarele: EBITDA (profit inainte de amortizare, dobanzi si impozitare, profit din exploatare+amortizare); **Free Cash Flow** (numerar generat de firma si la dispozitia firmei; cash flow operational-investitiile efectuate); **Terminal Value** (valoarea fluxurilor viitoare ale companiei, incepand cu finalul perioadei de estimare catre infinit); **WACC** (costul mediu ponderat al resurselor atrase); **Metoda Discounted Cash Flow** (metoda de estimare a valorii companiei ca suma a valorilor FCFF).

**INTERCAPITAL INVEST SA**

SOCIETATE DE SERVICII DE INVESTITII FINANCIARE

Bd. Aviatorilor 33, Etaj 1, Sector 1, Bucuresti
222 8731, 222 8744
www.intercapital.ro, office@intercapital.ro

ANALIST RAPORT IPO TRANSGAZ

ANDREEA CIOBANU
Responsabil Departament Analiza
andreea.ciobanu@intercapital.ro

Acest raport este realizat de Intercapital Invest SA (<http://www.intercapital.ro>), societate de servicii de investitii financiare membra a Bursei de Valori Bucuresti. Preluarea si publicarea integrala sau in parte a informatiilor prezentate in aceasta sectiune in presa, siteuri web sau in orice alte mijloace de comunicare este strict interzisa si va fi pedepsita conform prevederilor Legii Drepturilor de autor si altor prevederi legale aplicabile.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de catre fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize. Intercapital Invest si angajatii sai pot detine valori mobiliare prezentate in acest raport si/sau avea raporturi contractuale cu emitentii prezentati in raport. Este recomandabil ca o decizie de investire sa fie luata dupa consultarea mai multor surse de informare diferite. Investitorii sunt anuntati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori. Faptele, informatiile, graficele si datele prezentate au fost obtinute din surse considerate de incredere, dar corectitudinea si completitudinea lor nu poate fi garantata. Intercapital Invest SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma nici un fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. Intercapital Invest si angajatii sai nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti, sau pentru efectele netransmiterii de catre emitenti a informatiilor solicitate acestora.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a Intercapital Invest este Comisia Nationala a Valurilor Mobiliare. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen de minim 12 luni, si semnifica o crestere de pret de minim 15% (pentru recomandari de cumparare), o scadere de minim 15% (pentru recomandari de vanzare) sau o evolutie intre -15% si +15% fata de pretul actual (pentru recomandari de pastrare). Informatiile cerute de Regulamentul CNVM numarul 15/2006 sunt disponibile pe site-ul web al Intercapital Invest, www.intercapital.ro. Adresa exacta este <http://www.intercapital.ro/recomandari.php>. Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de Intercapital Invest se gaseste pe site-ul www.intercapital.ro, in sistemul Intercapital Start.