

# Raport de analiza Fondul Proprietatea



Ianuarie 2010



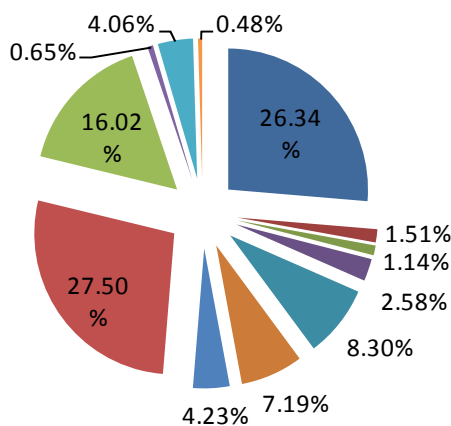
## FONDUL PROPRIETATEA

# Fondul Proprietatea

### SUMAR INDICATORI

Sector	Servicii Financiare
Ramura	Servicii de Investitii
<b>Target Price</b>	<b>0,7132 lei</b>
Pret tranzactii OTC	0,2500 lei
<b>Potential</b>	<b>+185,28%</b>
Capitalizare estimata FP	10.156,07 mil lei

### STRUCTURA ACTIV TOTAL



- Petrom
- Transelectrica
- Transgaz
- Alte companii listate
- Hidroelectrica
- Romgaz
- Nuclearelectrica
- Alte companii nelistate
- Disponibilitati banesti
- Titluri de stat
- Creante privind capitalul nevarsat
- Alte active

Fondul Proprietatea (FP) este unul dintre cele mai importante fonduri de investitii din Europa Centrala si de Est, infiintat de statul roman pentru compensarea persoanelor ale caror proprietati au fost confiscate in mod abuziv de regimul comunist. Fondul prezinta un mare interes pentru investitorii locali si nerezidenti datorita anvergurii, structurii de activ, desemnarii unui administrator nou si perspectivei listarii la bursa de valori.

Evaluand fiecare companie din portofoliul Fondului Proprietatea (FP) pe baza metodei multiplilor, prin raportare la sector si comparatii cu mediile multiplilor inregistrati pe piete din regiune, valoarea reala a unei actiuni FP estimata de noi este de 0,7132 lei, cu 185,28% mai mare fata de pretul tranzactiilor OTC (realizate prin cesiune). Potentialul fundamental de crestere al actiunilor FP este semnificativ, inasa acesta depinde de listarea fondului la bursa. Discountul semnificativ la care sunt vandute in acest moment actiunile FP arata in mare parte riscul ridicat perceput de investitorii in aceste actiuni datorita netranzactionarii acestora pe o piata reglementata.

Potrivit evaluarilor noastre, listarea la bursa a FP ar creste capitalizarea Bursei de Valori Bucuresti (BVB) cu 13%. Daca am exlude din calcule Erste Bank, atunci listarea la bursa a FP ar spori capitalizarea BVB cu 26%.

Administrarea fondului, realizata in prezent de statul roman, ar urma sa fie realizata de o companie externa cu experienta in domeniu. In aceste conditii, odata cu listarea pretul de tranzactionare ar trebui sa convearga catre valoarea reala pe baza de fundamente a unei actiuni FP. Acest lucru nu se intampla de exemplu in cazul celor cinci Societati de Investitii Financiare (SIF - fonduri inchise listate la Bursa de Valori Bucuresti), concluzie desprinsa din faptul ca pretul de tranzactionare a prezentat de-a lungul timpului un discount semnificativ fata de valoarea reala pe baza de fundamente.

Administratorul desemnat al fondului este in acest moment Franklin Templeton, inasa semnarea contractului cu acesta a fost amanata anul trecut pana dupa numirea unui nou guvern, iar Franklin Templeton a prelungit oferta finala de administrare pana in iunie 2010. Semnarea contractului ar aduce inasa o intarziere de aproximativ un an pana la listarea FP (datorita procedurilor ce ar trebui demarate in vederea listarii), ceea ce ar face ca 2011 sa fie un an in care ne putem astepta la listarea fondului la bursa. Incertitudinea privind listarea

justifica diferenta mare intre valoarea reala pe baza de fundamente a unei actiuni FP si pretul la care sunt realizate in acest moment tranzactii prin cesiune, si face investitia in FP una pe termen lung, de peste 3 ani.

Franklin Templeton Investments este o firma de investitii americana fondata in 1947 la New York. Compania ofera servicii financiare si se bazeaza in principal pe fonduri mutuale si de pensii. Franklin Templeton Investments are 8.680 de angajati si in 2007 a avut un profit de 1,77 miliarde dolari. Compania are sucursale in 29 de tari si ofera solutii in peste 150 de tari. Franklin Templeton detine investitii si in Romania, potrivit declaratiilor, la mijlocul anului trecut acestea fiind de 15 milioane de dolari.

Ponderea cea mai ridicata in capitalizarea actuala a Bursei de Valori Bucuresti (BVB) este detinuta de sectorul financiar—bancar, investitia in actiunile Fondului Proprietatea oferind expunere pe sectorul de utilitati si pe cel de petrol si gaze. Conform evaluarilor noastre, participatiile in companiile de utilitati reprezinta 46,91% din portofoliul FP, iar cele in companiile de petrol si gaze 44,22%. In 2009, Fondul Proprietatea a vandut cateva participatii importante. Cea mai recenta tranzactie este cea de vanzare a detinerii de 17,36% in cadrul Centrofarm, pentru care FP a incasat o suma de 6,83 milioane lei, castigul brut aferent acestei tranzactii fiind de 4,08 mil lei. Tranzactia a avut loc la multipli peste media din industrie (la 1,2 P/B). Cele mai mari tranzactii au fost cele de vanzare a participatiilor detinute in cadrul CEZ Vanzare (detinere de 30% din actiuni) si CEZ Distributie (detinere de 30% din actiuni) pentru care FP a incasat o suma de 229,5 mil EURO. Acestea au fost cu 2,3 ori mai mari fata de sumele la care acestea erau inregistrate in contabilitatea fondului. In luna octombrie FP a vandut si CEZ Servicii (detinere de 12% din actiuni) pentru suma de 1,6 milioane EURO, suma de aproape 8 ori mai mare fata de investitia initiala.

Daca pentru anul 2008, acordarea de dividende era conditionata de aprobarea reducerii capitalului social ca urmare a scaderii valorii portofoliului generate de deprecierea puternica a titlurilor listate, anul 2009 (ce a fost unul pozitiv la bursa) poate sa aduca vesti bune actionarilor FP prin acordarea de dividende, acestea putand fi generoase daca avem in vedere profitul bun obtinut in primele trei trimestre ale anului 2009. La un profit de 467,7 mil lei obtinut in anul 2008, rata de distributie propusa pentru a fi acordata ca dividende a fost de 65%. La profitul obtinut pana in septembrie 2009 si la 65% rata de distributie in dividende, dividendul brut pe actiune ar urma sa fie de 0,045 lei/actiune, ceea ce ar corespunde unui randament din dividende de cca. 18%.

*Fondul Proprietatea (FP) a fost constituit la finalul anului 2005 cu scopul de a asigura resursele financiare necesare despagubirii persoanelor expropriate abuziv in timpul regimului comunist.*

## Despre Fondul Proprietatea

Fondul Proprietatea (FP) a fost constituit la finalul anului 2005 cu scopul de a asigura resursele financiare necesare despagubirii persoanelor expropriate abuziv in timpul regimului comunist. Fondul este organizat ca societate comerciala pe actiuni, constituita in conformitate cu dispozitiile Legii 247/2005, Hotararii de Guvern 1481/2005 si ale Legii 31/1990. FP are voie sa emita un numar maxim de actiuni a caror valoare reprezinta valoarea despagubirilor ce ar trebui acordate.

Participatii in capitalul social al FP au putut fi obtinute de persoane despagubite in baza unor legi speciale, dupa cum urmeaza:

- Legea Nr. 10/2001 privind regimul juridic al unor imobile preluate in mod abuziv in perioada 6 martie 1945 – 22 decembrie 1989 de catre regimul comunist;
- Ordonanta de urgenta a Guvernului Nr. 94/2000 privind retrocedarea unor bunuri imobile care au apartinut cultelor religioase din Romania;
- Ordonanta de urgenta a Guvernului Nr. 83/1999 privind restituirea unor bunuri imobile care au apartinut comunitatilor cetatenilor apartinand minoritatilor nationale din Romania;
- Legea Fondului funciar Nr. 18/1991;
- Legea Nr. 1/2000 pentru reconstituirea dreptului de proprietate asupra terenurilor agricole si celor forestiere.

Dobandirea actiunilor FP se realizeaza pe baza conversiei unor titluri de despagubire in actiuni. Aceste titluri se emit titularilor drepturilor la despagubire recunoscute sau in curs de recunoastere, conform legilor speciale. Valoarea acestora este stabilita pe baza unui raport efectuat de un evaluator autorizat independent.

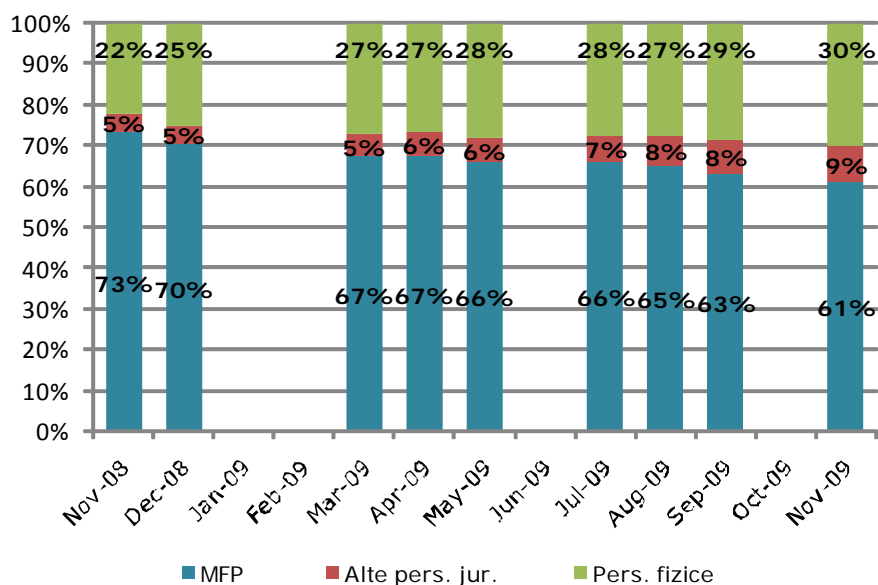
Functionarea FP este guvernata de urmatoarele acte normative:

- Legea Nr. 247/2005 privind reforma in domeniile proprietatii si justitiei;
- Hotararea Guvernului Nr. 1481/2005 privind infiintarea Societatii Comerciale FP avand anexat Actul Constitutiv al acesteia;
- Legea Nr. 297/2004 privind piata de capital;

- Ordonanta de Urgenta 81/2007 pentru accelerarea procedurii de acordare a despagubirilor aferente imobilelor preluate în mod abuziv;
- Hotararea Guvernului Nr. 1581, pentru modificarea si completarea HG 1481, de infiintare a Societatii Comerciale;
- Hotararea Guvernului nr. 959/2008, privind stabilirea competentelor comisiei care va selecta societatea de administrare a Societatii Comerciale FP;
- Regulamentul Comisiei Nationale a Valorilor Mobiliare nr. 15/2004 privind autorizarea si functionarea societatilor de administrare a investitiilor, a organismelor de plasament colectiv si a depozitarilor;
- Legea Nr. 31/1990 privind societatile comerciale.

*Cel mai important actionar al FP este Ministerul Finantelor Publice, cu o detinere de 61,03%, alte persoane juridice detinand inca o participatie de 9,15% din fond. Persoanele fizice au ajuns la o detinere de 29,82% din capitalul social al FP.*

Capitalul social al fondului are o valoare de 14.240.540.675 lei, fiind alcatuit din 14.240.540.675 actiuni cu o valoare nominala de 1 leu. Activul este constituit, in principal, ca urmare a aportului unor pachete de actiuni detinute in portofoliul unor autoritati publice din Romania. Acesta va fi majorat treptat pe masura incasarii unor sume din anumite creante, din recuperarea anumitor drepturi ale Romaniei (din acorduri de comert si cooperare internationala), din activitatea de instrainare a a unor participatii ale statului detinute la o serie de societati comerciale, precum si tinand cont de valoarea estimata a despagubirilor. Evolutia structurii actionariatului este prezentata in graficul urmator:



FP are in prezent o serie de litigii pentru care inca nu a inregistrat active, ele urmand a fi inregistrate pe masura rezolvarii lor. Acestea sunt dupa cum urmeaza:

- 154,1 milioane EUR in urma tranzactiei pentru privatizarea Bancii Comerciale Romane (BCR). Fondul a primit pana acum suma de 88,39 milioane EUR, reprezentand 4% din valoarea incasata de statul roman din vanzarea pachetului detinut la BCR. Conform textului legislativ, FP ar trebui sa primeasca 4% din numarul total de actiuni emise de BCR, adica 242,49 milioane EUR;
- 3% din sumele incasate de catre institutiile implicate in procesul de privatizare din fiecare vanzare a actiunilor detinute la Romtelecom, pana la vanzarea intregii participatii;
- 20% din sumele provenite din privatizarea Romtelecom;
- 9,9% din sumele provenite din privatizarea CEC Bank.

Actiunile FP dau drept de vot in cadrul Adunarilor Generale Ordinare si Extraordinare ale Actionarilor dupa cum urmeaza:

- Pentru detineri pana la 1% din capitalul social - fiecare actiune da dreptul la un vot;
- Pentru detineri pana la 3% din capitalul social - 1% din actiuni dau dreptul la un vot, iar actiunile reprezentand intre 1% si 3%, inclusiv, doua actiuni dau dreptul la un vot;
- Pentru detineri de pana la 5% din capitalul social - actiunile reprezentand pana la 1% dau dreptul la un vot fiecare, actiunile reprezentand intre 1% si 3%, inclusiv, doua actiuni dau dreptul la un vot, iar actiunile reprezentand intre 3% si 5%, inclusiv, 3 actiuni dau dreptul la un vot;
- Pentru detineri mai mari de 5% din capitalul social, actiunile reprezentand pana la 1% dau dreptul la un vot fiecare, actiunile reprezentand intre 1% si 3%, inclusiv, doua actiuni dau dreptul la un vot, actiunile reprezentand intre 3% si 5%, inclusiv, 3 actiuni dau dreptul la un vot, iar actiunile reprezentand peste 5% nu confera drept de vot.

Prevederile de mai sus nu se aplica actionarului majoritar.

Pentru validarea propunerilor in Adunarea Generala Ordinara a Actionarilor (AGOA) la prima convocare este necesara prezenta a 25% din actionari. Hotararile din AGOA se iau cu majoritate de voturi in timp ce revocarea membrilor din Consiliul de Supraveghere se iau cu o majoritate de cel putin doua treimi din numarul total de voturi. La a doua convocare a AGOA nu se va mai tine cont de cvorumul intrunit.

Pentru validarea propunerilor in Adunarea Generala Extraordinara a Actionarilor (AGEA) pentru luarea deciziilor la prima convocare este necesar un cvorum de 25% din drepturile de vot, hotararile fiind luate pe baza majoritarii voturilor. La a doua convocare este necesar un cvorum de minim 20% din drepturile de vot, hotararile fiind luate cu majoritatea de voturi. Pentru hotarari privind majorarea de capital social (cu exceptia celor de drept), reducerea capitalul social, dizolvarea anticipata a FP este necesara atat la prima, cat si la a doua convocare prezenta a cel putin 50% din numarul total de voturi. Decizia de modificare a obiectului principal de activitate al FP, de reducere sau majorare a capitalului social, de schimbare a formei juridice, de fuziune, divizare sau de dizolvare al FP se iau cu o majoritate de cel putin doua treimi din drepturile de vot detinute de actionarii prezenti.

*Asociatia Brokerilor din Romania este in acest moment in curs de a finaliza o platforma de tranzactionare electronica OTC – Romanian Over the Counter (ROTC). Aceasta se va putea folosi pentru tranzactionarea companiilor care au contract de registru cu Depozitarul Central si nu sunt listate, asa cum este si Fondul Proprietatea.*

Asociatia Brokerilor din Romania este in acest moment in curs de a finaliza o platforma de tranzactionare electronica OTC – Romanian Over the Counter (ROTC). Aceasta se va putea folosi pentru tranzactionarea companiilor care au contract de registru cu Depozitarul Central si nu sunt listate, asa cum este si Fondul Proprietatea. Asociatia colaboreaza in acest sens cu institutiile implicate (Depozitar, emitenti, CNVM, Ministerul Finantelor), in sa tranzactionarea actiunilor FP pe aceasta platforma depinde de acordul Fondului. In cazul in care ar fi demarate, tranzactiile s-ar realiza prin negociere directa a termenilor acestora, acest proces putand fi initiat pe baza cotationilor informative introduse de participantii pe aceasta platforma (intermediari la bursa), in numele clientilor.

Potrivit legii societatilor comerciale nu este necesar un aviz din partea unei companii pentru a face o tranzactie cu actiunile sale, in sa consiliul de administratie al companiei poate stabili modalitatea concreta de tranzactionare.

Proiectul ROTC este unul ambitios, intens controversat si ar putea da sansa formarii unui pret de piata transparent al actiunilor FP inainte de listare. Acest sistem de tranzactionare ar facilita transferul de actiuni, ar avea ca efect cresterea usoara a numarului de tranzactii, dar nu va reprezenta un substitut pentru listarea la bursa a FP. Listarea efectiva a fondului la bursa ar atrage in actionariat o gama mai larga de actionari si ar introduce Romania in topul pietelor emergente, dupa valoarea estimata FP urmand a fi o companie importanta listata pe o piata emergenta. Posibilitatea tranzactionarii FP pe platforma electronica ROTC nu ar elimina din barierele ce impiedica prin statut sau aversiune fata de risc anumite fonduri sau persoane fizice sa cumpere actiuni nelistate FP.

La fel ca și listarea la bursa, tranzactionarea pe platforma ROTC ramane incerta din punct de vedere al termenului de implementare.

Semnarea contractului de administrare cu Franklin Templeton Investments și listarea la bursa a fondului ar reprezenta un eveniment foarte important, atât pentru actionarii actuali ai fondului, cât și pentru imaginea și atractivitatea pietei de capital românești. Odata cu listarea, este de așteptat ca pretul de tranzactionare al FP să atingă valori mai apropiate de valoarea activului net pe acțiune. Listarea fondului ar putea duce și la urgentarea listării altor participatii importante din portofoliul FP. Franklin Templeton, în calitate de administrator desemnat, a declarat că va lista fondul la bursa de valori în termen de maxim un an de la semnarea contractului de administrare.

## 2009 - Succesiune evenimente

*21 ianuarie 2009* – Comisia de Selectie a administratorului Fondului Proprietatea este urmatoarea: Enache Jiru (presedinte); Galina Narcisa Oprea (membru); Dinu Marin (membru); Nicolae Cinteza (membru).

*22 ianuarie 2009* – Au fost depuse opt oferte pentru administrarea Fondului Proprietatea: Aviva Investors Global Services Limited; BlackRock; Credit Suisse & OTP; FINAG Holding GmbH; Franklin Templeton Investments; ING Invest Management; Morgan Stanley; Julius Baer.

*12 februarie 2009* – Selectia administratorului Fondului Proprietatea a fost suspendata timp de 15 zile lucratoare, incepand din 12 februarie, pentru aplicarea unor "parghii de monitorizare și control eficient" a societatii care va administra activele, care să diminueze eventualele efecte negative asupra FP.

*9 iunie 2009* – Comisia de Selectie a societatii de administrare a Fondului Proprietatea a ales castigatoare oferta depusa de Franklin Templeton Investment Management.

*8 iulie 2009* – Fondul Proprietatea solicita Ministerului de Finante Publice, actionar majoritar al societatii, cu o cota de 66,01% din capitalul social, să-și indeplinească obligatia de plata a unui numar de 532,73 mil acțiuni, reprezentand echivalentul a 532,73 mil lei.

*28 septembrie 2009* - Fondul Proprietatea a vandut participatiile detinute la CEZ Distributie și CEZ Vanzare incasand o suma de

229,59 milioane EURO. Castigul inregistrat in urma vanzarii participatiei este de 128,8 milioane EUR.

*7 septembrie 2009* – Actionarii Fondului Proprietatea aproba oferta Franklin Templeton, dar Ministerul de Finante cere renegocierea contractului. Ministerul Finantelor Publice a fost mandatat de Guvern sa aprobe contractul cu Franklin Templeton Investment, dar cu mentiunea ca anumite clauze din contract sa fie renegociate si supuse aprobarii ulterioare a Guvernului. Finantele au anuntat insa conditiile cerute de Guvern dupa ce au dat votul de aprobare a contractului de administrare in forma actuala.

*11 septembrie 2009* - Sistemul alternativ de tranzactionare al actiunilor Fondului Proprietatea propus de Asociatia Brokerilor ar putea sa fie lansat pana in luna octombrie, iar pana la acea data CNVM va stabili daca mecanismul trebuie sa fie aprobat de institutie. Sistemul alternativ va fi folosit si pentru tranzactionarea altor companii nelistate, ale caror actiuni sunt inregistrate in Registrul Depozitarului Central.

*27 septembrie 2009* - Comisia de selectie a administratorului Fondului Proprietatea nu a inceput discutiile cu Franklin Templeton Investment pentru renegocierea contractului de administrare, ceruta de Ministerul Finantelor Publice, intrucat solicitarea nu a fost aprobata de Adunarea generala a actionarilor Fondului. Comisia de Selectie nu a putut incepe negocierile desi in data de 28 septembrie expira termenul pe care l-au primit de la Finante.

*7 octombrie 2009* - Formula renegociata a contractului de administrare al Fondului Proprietatea a fost transmisa spre aprobare Guvernului, in conditiile in care Franklin Templeton, firma care a castigat administrarea fondului, a acceptat modificarile aduse contractului.

*13 octombrie 2009* – Enache Jiru, presedintele comisiei de selectie a administratorului Fondului Proprietatea, a renuntat la mandatul primit de la actionari pentru a semna contractul de administrare al Fondului Proprietatea cu Franklin Templeton. Pe 7 septembrie 2009, presedintele Comisiei de selectie al administratorului FP a primit mandat din partea actionarilor sa semneze contractul de administrare cu compania britanica.

*21 octombrie 2009* – Mark Alan Meyer, avocatul familiei Malaxa, care detine peste 5% din actiunile Fondului Proprietatea, este propus pentru semnarea contractului de administrare cu Franklin Templeton,

acest lucru urmand a fi aprobat in Adunarea Generala a Actionarilor ce urmeaza a fi convocata in 26 noiembrie.

*27 octombrie 2009*—Caderea Guvernului a aruncat o umbra de indoiala asupra planurilor de listare ale Fondului Proprietatea.

*28 octombrie 2009*—Guvernul a aprobat o serie de amendamente la ordonanta care stabileste modul de functionare al FP, prin care sporeste puterea Consiliul de Supraveghere, in detrimentul administratorului selectat - Franklin Templeton.

*29 octombrie 2009*—Asociatia Brokerilor a primit acordul Comisiei Nationale a Valorilor Mobiliare sa lanseze platforma electronica ROTC pe care ar putea fi transferate titlurile FP.

*26 noiembrie 2009*—Adunarea Generala a Actionarilor de la FP a respins mandatarea lui Mark Meyer, avocatul familiilor Auschnit si Malaxa, in vederea semnarii contractului de administrare cu grupul american Franklin Templeton. Semnarea contractului de administrare al FP a fost amanata pana la numirea unui nou Guvern.

*8 decembrie 2009*—Franklin Templeton Investments a prelungit oferta finala de administrare pana pe 9 iunie 2010, potrivit unui comunicat emis de companie.

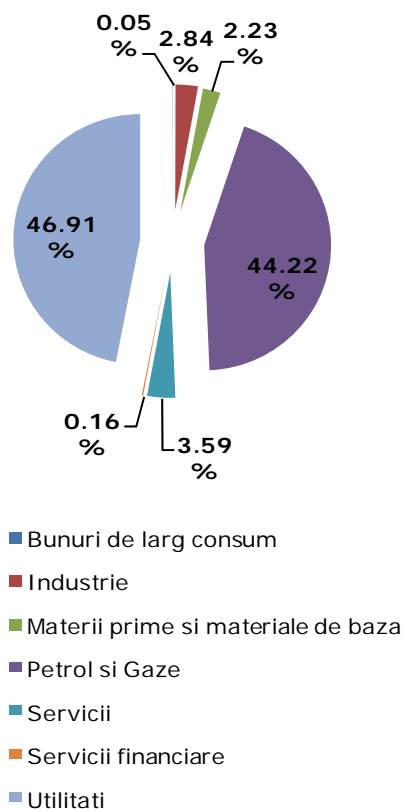
*21 decembrie 2009*—Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare a intocmit un proiect de regulament cu privire la inregistrarea si functionarea FP. Termenul limita de depunere a observatiilor la proiectul de regulament este 20 ianuarie. Proiectul de regulament stabileste o serie de norme cu privire la inregistrarea la Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare si functionarea FP, precum si la tranzactionarea actiunilor FP.

*23 decembrie 2009*—Ionut Popescu este noul director general al FP, dupa ce Consiliul de Supraveghere al FP a revocat-o din functie pe Daniela Lulache.

## Evaluare FP

Evaluand pe baza de multipli toate companiile din portofoliul Fondului Proprietatea (FP), valoarea reala a unei actiuni FP estimata de noi este de 0,7217 lei/actiune, mai mare cu 189% fata de pretul mediu la care au loc in acest moment tranzactiile pe piata OTC (prin cesiune inregistrata la Depozitarul Central). Fiecare companie din portofoliu a fost evaluata prin raportare la medii de multipli P/E, P/B si P/S calculate pe baza companiilor din acelasi sector de activitate si listate pe piete din Europa de Est. Companiile nelistate au suferit ajustari suplimentare in functie de detinere. Astfel, pentru detineri cuprinse intre 20% si 100%, coeficientul de ajustare a fost de 1,0; pentru detineri cuprinse intre 5% si 20%, coeficientul de ajustare a fost de 0,9; pentru detineri mai mici de 5% coeficientul de ajustare a fost de 0,8. Cele mai mari detineri, si anume cele in cadrul Petrom, Hidroelectrica, Romgaz si Nuclearelectrica au fost evaluate separat, asa cum este prezentat mai departe in acest raport de analiza. 91% din portofoliul FP reprezinta companiile din sectoarele utilitati, petrol si gaze. Primele 4 companii dupa valoarea detinerii reprezinta 58% din valoarea portofoliului de actiuni al FP.

Expunere pe industrii FP (%)



### Calcul activ net/actiune

<b>Valoare companii listate</b>	<b>4.036.943.996</b>
- Petrom	3.368.507.954
- Transelectrica	193.006.908
- Transgaz	145.443.883
- Altele	329.985.251
<b>Valoare companii nelistate</b>	<b>6.039.792.869</b>
- Hidroelectrica	1.061.739.505
- Romgaz	920.065.378
- Nuclearelectrica	540.517.491
- Altele	3.517.470.494
<b>Valoare totala portofoliu actiuni</b>	<b>10.076.736.865</b>
Disponibilitati banesti	2.048.858.680
Titluri de stat	83.601.000
Creante privind capitalul nevarsat	519.392.000
Alte active	60.923.000
Active totale	12.789.511.545
Datorii	94.416.000
<b>Activ net</b>	<b>12.695.095.545</b>
Numar actiuni	14.240.540.675
<b>VUAN</b>	<b>0,8915</b>
<b>Target Price</b>	<b>0,7132</b>

Nr.	Companii nelistate din portofoliu	Detinere FP	Activitate dupa Cod CAEN	Medie P/E	Medie P/S	Medie P/B	Evaluare estimata participatie - lei
1	Hidroelectrica	19,94%	Productia de energie electrica	18,61	1,00	1,07	1.061.739.505
2	Romgaz	14,99%	Extractia hidrocarburilor	18,48	1,85	1,57	920.065.378
3	Nuclearelectrica	17,64%	Productia de energie electrica	18,61	1,00	1,07	540.517.491
4	Complexul Energetic Turceni	24,93%	Productia de energie electrica	18,61	1,00	1,07	342.681.944
5	Distrigaz Sud	12,00%	Distributia si comercializarea combustibililor gaz	14,32	0,85	1,30	257.516.799
6	Enel Distributie	12,00%	Distributia si comercializarea energiei	18,61	1,00	1,07	244.098.642
7	ENEL Distributie Banat	24,13%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	237.988.891
8	Aeroportul International Bucuresti Baneasa -Aurel Vlaicu	20,00%	Activitati de servicii anexe transporturilor aeriene	16,87	1,52	0,84	205.017.313
9	Electrica Distributie Muntenia Nord	22,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	189.804.501
10	Complexul Energetic Craiova	24,98%	Productia de energie electrica	18,61	1,00	1,07	180.928.837
11	Complexul Energetic Rovinari	23,73%	Productia de energie electrica	18,61	1,00	1,07	170.807.556
12	ENEL Distributie Dobrogea	24,09%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	152.519.325
13	Posta Romana	25,00%	Activitatile postei nationale	21,14	1,01	0,92	142.253.701
14	Aeroportul International Henri Coanda Bucuresti	20,00%	Activitati de servicii anexe transporturilor aeriene	16,87	1,52	0,84	140.154.255
15	E.ON Gaz Romania	12,00%	Distributia si comercializarea combustibililor gaz	14,32	0,85	1,30	131.893.558
16	E.ON Moldova	22,00%	Distributia si comercializarea energiei	18,61	1,00	1,07	121.377.758
17	E.ON Moldova Furnizare	22,00%	Comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	120.274.561
18	Electrica Distributie Transilvania Sud	22,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	111.043.052
19	ENEL Energie	12,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	106.395.276
20	Electrica Distributie Transilvania Nord	22,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	103.520.253
21	Electrica Furnizare Transilvania Sud	22,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	93.969.497
22	Electrica Furnizare Muntenia Nord	22,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	85.803.986
23	Enel Energie Muntenia	12,00%	Comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	72.770.858
24	Electrica Furnizare Transilvania Nord	22,00%	Distributia si comercializarea energiei electrice	18,61	1,00	1,07	72.003.583
25	E.ON Gaz Distributie	12,00%	Distributia si comercializarea combustibililor gaz	18,61	1,00	1,07	56.553.536
26	Societatea Nationala a Sarii	49,00%	Extractia sarii	16,65	0,84	0,91	42.964.077
27	CN Administratia Porturilor Maritime SA Constanta	20,00%	Alte activitati anexe transporturilor pe apa	21,14	1,01	0,92	34.738.236

Nr.	Companii nelistate din portofoliu	Detinere FP	Activitate dupa Cod CAEN	Medie P/E	Medie P/S	Medie P/B	Evaluare estimata participatie - lei
28	Petrotel -Lukoil	2,18%	Fabricarea produselor obtinute din	20,55	1,01	1,16	22.093.769
29	Zirom	100,00%	Productia altor metale neferoase	14,49	0,91	0,85	12.404.737
30	Uzina Mecanica Bucuresti	36,60%	Fabricarea armamentului si munitiei	6,11	0,70	0,93	8.386.619
31	Electromecanica Ploiesti	49,00%	Fabricarea armamentului si munitiei	6,11	0,70	0,93	8.168.514
32	Laromet	6,52%	Metalurgia cuprului	14,49	0,91	0,85	8.005.166
33	CN Administratia Canalelor Navigabile	20,00%	Transporturi pe cai navigabile interioare	21,14	1,01	0,92	7.404.319
34	Aeroportul International Timisoara	20,00%	Alte activitati anexe transporturilor aeriene	16,87	1,52	0,84	6.648.066
35	Romplumb	51,00%	Productia plumbului, zincului si cositorului	14,49	0,91	0,85	5.852.100
36	CN Administratia Porturilor Dunarii	20,00%	Alte activitati anexe transporturilor pe apa	21,14	1,01	0,92	5.125.250
37	World Trade Center Bucuresti	19,90%	Hoteluri	18,49	1,57	0,73	4.673.151
38	Plafar	49,00%	Prelucrarea ceaiului si cafelei	20,78	0,83	1,27	2.860.668
39	Celuloza si Otel	8,63%	Recuperarea materialelor reciclabile sortate	21,98	0,97	1,04	2.025.991
40	Aeroportul International Mihail Kogalniceanu - Constanta	20,00%	Alte activitati anexe transporturilor aeriene	16,87	1,52	0,84	2.023.014
41	Salubriserv	17,49%	Salubritate, depoluare si activitati similare	21,98	0,97	1,04	1.814.779
42	Zamur Targu Mures	7,07%	Fabricarea zaharului	17,22	0,77	0,92	1.054.041
43	CN Administratia Porturilor Dunarii	20,00%	Alte activitati anexe transporturilor	21,14	1,01	0,92	801.045
44	Ciocarlaia	1,69%	Restaurante	20,99	1,01	1,04	271.441
45	Electroconstructia Elco Cluj	8,79%	Lucrari de instalatii electrice	17,04	0,67	1,06	253.030
46	Comsig	69,95%	Inchirierea si subinchirierea bunurilor imobiliare proprii sau inchiriate	23,14	1,49	1,00	171.202
47	Cetatea	20,44%	Inchirierea si subinchirierea bunurilor imobiliare	23,14	1,49	1,00	159.779
48	Commetex	16,00%	Comert cu ridicata al produselor din ceramica, sti	21,98	0,97	1,04	112.234
49	Marlin	5,89%	Leasing financiar	14,32	4,69	3,95	63.875
50	Retizoh	7,38%	Lucrari de izolatii si protectie anticoroziva	16,78	0,92	1,15	16.296
51	Familial Restaurant	2,76%	Restaurante	20,99	1,01	1,04	1.410
52	Carom -Broker Asigurare	70,00%	Activitati ale agentilor si brokerilor de asigurari	16,18	0,95	1,31	0
53	World Trade Hotel	19,90%	Hoteluri	18,49	1,57	0,73	0
54	Gerovital Cosmetics	9,77%	Fabricarea parfumurilor si a produselor cosmetice	11,94	0,78	0,92	0
55	Carbid Fox	7,97%	Fabricarea altor produse chimice anorganice de baz	16,65	0,84	0,91	0

Nr.	Companii listate din portofoliu	Detinere	Activitate dupa Cod CAEN	Medie P/E	Medie P/S	Medie P/B	Evaluare estimata participatie—lei
1	Petrom	20,11%	Extractia petrolului brut	17,87	0,71	1,06	3,368,507,954
2	Transelectrica	13,50%	Transportul energiei electrice	18,61	1,00	1,07	193.006.908
3	Transgaz	14,99%	Transporturi prin conducte	9,61	1,19	0,62	145.443.883
4	Alro	9,93%	Metalurgia aluminiului	14,49	0,91	0,85	124.819.872
5	Conpet	20,06%	Transporturi prin conducte	14,32	0,85	1,30	80.113.504
6	Romaero	21,00%	Fabricarea de aeronave si nave spatiale	6,11	0,70	0,93	48.098.378
7	Azomures	7,69%	Fabricarea ingrasamintelor si produselor azotoase	16,65	0,84	0,91	30.899.123
8	Primcom SA	78,97%	Inchirierea si subinchirierea bunurilor imobiliare proprii sau inchiriate	23,14	1,49	1,00	15.348.579
9	Severnav	39,11%	Constructia de nave si structuri plutitoare	13,31	0,79	1,01	9.344.087
10	Oil Terminal	10,00%	Manipulari	21,14	1,01	0,92	6.052.076
11	Forsev	28,14%	Fabricarea produselor metalice obtinute prin deformare plastica, metalurgia pulberilor	15,81	0,74	0,99	3.120.376
12	Delfincom	65,51%	Dezvoltare (promovare) imobiliara	11,59	0,69	1,10	2.799.843
13	Mecon SA	12,51%	Fabricarea de constructii metalice si parti componente ale structurilor metalice	16,78	0,92	1,15	1.715.661
14	Petrom Aviation	3,00%	Comert cu ridicata al combustibililor solizi, lichizi si gazosi si al produselor derivate	21,98	0,97	1,04	1.480.133
15	Alcom	71,90%	Comert cu amanuntul in magazine nespecializate cu vanzare predominanta de produse alimentare. bauturi si tutun	17,59	0,76	0,87	1.272.116
16	Palace	15,43%	Hoteluri si alte facilitati de cazare similare	18,49	1,57	0,73	946.279
17	Bat Service	33,00%	Transporturi rutiere de marfuri	21,14	1,01	0,92	774.392
18	Transilvania Com	40,00%	Comert cu amanuntul al textilelor	20,17	0,70	0,85	687.536
19	Telerom Proiect	68,63%	Activitati de arhitectura, inginerie si servicii de consultanta tehnica legate de acestea	21,98	0,97	1,04	520.292
20	Mecanoenergetica	10,08%	Fabricarea de constructii metalice si parti componente ale structurilor metalice	16,78	0,92	1,15	513.652
21	IOR	2,82%	Fabricarea de instrumente optice si echipamente fotografice	5,51	1,84	1,38	409.751
22	Comcereal Cluj	11,36%	Comert cu ridicata al cerealelor, semintelor si furajelor	21,98	0,97	1,04	407.504
23	Prestari Servicii	70,56%	Alte activitati de servicii personale	21,98	0,97	1,04	257.036
24	Comcereal Fundulea	5,35%	Activitati in ferme mixte (cultura vegetala combinata cu cresterea animalelor)	17,22	0,77	0,92	160.185
25	Turdapan	44,07%	Fabricarea painii; fabricarea produselor proaspete	17,22	0,77	0,92	108.512
26	Comcereal Miercurea Ciuc	10,03%	Depozitari	15,81	0,74	0,99	63.567
27	Resib	2,88%	Inchirierea si subinchirierea bunurilor imobiliare proprii sau inchiriate	23,14	1,49	1,00	40.234
28	Vitacom	46,91%	Comert cu amanuntul al fructelor si legumelor proaspete	17,59	0,76	0,87	32.562

## Petrom

Petrom este o companie integrată de titei și gaze naturale, acționând pe mai multe arii pe segmentul său de activitate. Divizia de Exploatare & Producție se ocupă cu exploatarea, descoperirea și extracția de titei și gaze naturale în România și în alte țări din regiune, și anume în Rusia și Kazahstan. Compania este cel mai mare producător de petrol și gaze din Europa de Sud-Est, iar pe plan autohton este singurul producător de titei și contribuie semnificativ la producția totală de gaze. Divizia de servicii exploatare și producție asigură intervenții la sonda și lucrări de foraj, mentenanța echipamentelor și utilajelor electrice/mecanice și logistică, ce furnizează soluții integrate pentru servicii de transport.

Divizia rafinare cuprinde activitatea a două rafinării: Arpechim și Petrobrazi, acestea fiind conectate la o infrastructură de conducte vastă, care permite atât transportul titeiului indigen de la schelele Petrom, cât și al celui importat prin terminalul maritim Constanța, de la Marea Neagră. Pe acest segment, Petrom detine performanța de a fi cel mai mare operator de prelucrare titei din România. Divizia de marketing dispune de o rețea națională de stații de distribuție și de canale specializate de vânzări, Petrom fiind și în acest caz lider pe piața autohtonă la vânzări cu amanuntul. Divizia de gaze naturale, energie și produse chimice comercializează gazele naturale asigurate de divizia de explorare și producție și de către furnizori externi, realizează proiecte referitoare la diferite tipuri de energie din surse convenționale și surse regenerabile, iar prin unitatea Doljchim produce îngrășăminte chimice și metanol atât pe piața internă cât și pentru export (acesta fiind de altfel singurul producător de îngrășăminte chimice din sud-vestul țării).

### Deținere Fondul Proprietatea: 20,11% din companie

Multipli industrie (Europa de Est)	P/E mediu	P/B mediu	P/S mediu	P/EBITDA mediu
	18,48	1,57	1,85	6,75
Evaluare participatie pe baza fiecarui indicator in parte	1.005.707.057	4.590.019.816	5.556.135.136	2.322.169.808
Evaluare participatie egal ponderata				3.368.507.954
Consensus Target Price (lei/actiune)				0,3250
Numar actiuni Petrom				56.644.108.335
<b>Evaluare participatie dupa consensus</b>				<b>3.702.117.311</b>

Elemente CPP	2006	2007	2008	noua luni 2008	noua luni 2009
Venituri totale	13.933.034.987	12.963.243.688	19.331.386.617	15.080.492.378	10.683.547.779
Cifra de afaceri	13.078.308.815	12.284.378.408	16.750.726.457	13.006.819.663	9.455.825.788
Profit din exploatare	2.777.388.289	1.964.598.430	1.309.233.231	2.509.412.384	1.159.771.845
Amortizare	818.802.457	1.146.101.922	2.256.092.738	1.720.114.643	1.215.146.054
EBITDA	3.596.190.746	3.110.700.352	3.565.325.969	4.229.527.027	2.374.917.899
<b>Profit net</b>	<b>2.285.490.203</b>	<b>1.778.042.301</b>	<b>1.022.387.463</b>	<b>2.290.418.528</b>	<b>1.538.649.551</b>
<i>Marja neta</i>	<i>16,40%</i>	<i>13,72%</i>	<i>5,29%</i>	<i>15,19%</i>	<i>14,40%</i>
<i>Marja EBIT</i>	<i>19,93%</i>	<i>15,16%</i>	<i>6,77%</i>	<i>16,64%</i>	<i>10,86%</i>
<i>Marja EBITDA</i>	<i>25,81%</i>	<i>24,00%</i>	<i>18,44%</i>	<i>28,05%</i>	<i>22,23%</i>
Elemente Bilant	2006	2007	2008	noua luni 2008	noua luni 2009
Active imobillizate	13.092.904.752	16.374.829.978	19.806.471.218	18.460.519.415	21.798.008.473
Active circulante	6.276.870.106	4.690.827.457	5.084.109.292	4.844.618.699	4.602.894.929
Cheltuieli in avans	89.716.940	95.376.124	36.865.667	45.082.016	83.065.397
<b>Active totale</b>	<b>19.459.491.798</b>	<b>21.161.033.559</b>	<b>24.927.446.177</b>	<b>23.350.220.130</b>	<b>26.483.968.799</b>
Venituri in avans	101.676.497	171.453.281	146.258.559	123.209.864	98.377.007
Provizioane	4.753.739.904	5.196.454.236	6.262.466.399	5.249.673.836	5.832.096.577
Datorii pe termen scurt	2.257.229.755	2.580.025.427	3.446.027.370	3.639.260.524	2.707.358.002
Datorii pe termen lung	22.141.012	28.962.010	1.504.095.402	17.818.831	3.308.198.373
Datorii totale	2.279.370.767	2.608.987.437	4.950.122.772	3.657.079.355	6.015.556.375
Capital propriu	12.324.704.630	13.164.118.605	13.568.598.447	14.320.257.075	14.537.938.840
<b>Pasiv total</b>	<b>19.459.491.798</b>	<b>21.141.013.559</b>	<b>24.927.446.177</b>	<b>23.350.220.130</b>	<b>26.483.968.799</b>
Numar angajati	37,649	37,650	37,651	37,652	37,653
<i>Grad de indatorare total</i>	<i>11,71%</i>	<i>12,34%</i>	<i>19,86%</i>	<i>15,66%</i>	<i>22,71%</i>
<i>Grad de indatorare datorii pe termen</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,14%</i>	<i>6,03%</i>	<i>0,08%</i>	<i>12,49%</i>

## Hidroelectrica

Hidroelectrica este o companie cu capital integral de stat, al carei obiect principal de activitate este producerea de energie electrica si furnizarea de servicii tehnologice de sistem din resurse hidroenergetice. Hidroelectrica are in administrare 275 de centrale hidroelectrice si statii de pompare cu o putere instalata de 6.374,37 MW/ora. Cu o productie intr-un an mediu hidrologic de 17.330 Gwh (1 Gwh: 1.000 MW) generata de 12 sucursale amplasate strategic pe teritoriul tarii, Hidroelectrica furnizeaza pana la 30% din productia totala a tarii, in timp ce volumul serviciilor de sistem este de aproximativ 90% din necesarul Sistemului Energetic National.

La nivelul anului 2008, dupa tipul de energie primara folosita, energia hidro avea o pondere de 26,41% in productia totala de energie, pe primul loc ca dimensiune aflandu-se energia produsa din resurse carbuni, cu o pondere de 42,50% in total, urmate de energia nucleara, cu o pondere de 17,33% in total, energia hidrocarburi, cu o pondere de 13,74% in total si eoliana, cu o pondere de doar 0,02%. 99,42% din energia hidro produsa la nivel national a fost produsa de hidrocentrale aflate in administrarea Hidroelectrica. 6,84% din energia electrica produsa la nivel national a fost exportata. Gradul de valorificare al potentialului hidroenergetic este in acest moment de 53,83%, insa Hidroelectrica intentioneaza marirea acestuia pana la 64,78%.

Hidroelectrica este cel mai ieftin producator de energie local, facand de-a lungul timpului obiectul mai multor incercari de reorganizare, acestea insa neconcretizandu-se. Reorganizarea sistemului de productie de energie privea initial infiintarea a doi giganti energetici nationali, ceea ce presupunea divizarea Hidroelectrica. In prezent acest proiect nu se bucura de sustinere politica si a ramas doar pe hartie. O alta idee a fost cea de infiintare a unei singure companii nationale energetice, insa nici aceasta nu a fost concretizata. Hidroelectrica intentioneaza sa realizeze investitii in valoare de 1,9 miliarde EURO pana in anul 2025.

**Detinere Fondul Proprietatea: 19,94% din companie**

Multipli industrie (Europa de Est)	P/E mediu	P/B mediu	P/S mediu	P/EBITDA mediu
	19,08	1,39	1,18	7,82
Evaluare participatie (fara ajustari)	247.745.160	3.866.793.093	627.402.757	1.325.141.879
Evaluare participatie egal ponderata (fara ajustari)				1.516.770.722
<b>Evaluare participatie ajustata (pentru transparenta si transparenta redusa in legatura cu activitatea fimei in 2009)</b>				<b>1.061.739.505</b>

Elemente CPP	2006	2007	2008
Venituri totale	2.538.793.310	2.130.338.752	2.666.485.715
Cifra de afaceri	2.365.834.204	2.060.741.476	2.443.547.786
Profit din exploatare	72.064.084	142.661.393	206.593.158
Amortizare	713.553.145	674.774.377	643.233.739
EBITDA	785.617.229	817.435.770	849.826.897
<b>Profit net</b>	<b>56.006.887</b>	<b>52.582.231</b>	<b>65.118.090</b>
<i>Marja neta</i>	<i>2,21%</i>	<i>2,47%</i>	<i>2,44%</i>
<i>Marja EBIT</i>	<i>2,84%</i>	<i>6,70%</i>	<i>7,75%</i>
<i>Marja EBITDA</i>	<i>30,94%</i>	<i>38,37%</i>	<i>31,87%</i>
Elemente Bilant	2006	2007	2008
Active imobillizate	18.518.887.471	18.921.839.388	19.337.857.550
Active circulante	630.345.572	540.232.366	608.319.046
Cheltuieli in avans	1.427.908	9.893.610	776.911
<b>Active totale</b>	<b>19.150.660.951</b>	<b>19.471.965.364</b>	<b>19.946.953.507</b>
Venituri in avans	264.824.853	252.717.187	224.924.567
Provizioane	378.106	5.784.337	36.606.664
Datorii pe termen scurt	1.025.810.170	1.210.446.300	1.708.108.702
Datorii pe termen lung	4.076.083.227	4.111.914.071	4.026.132.358
Datorii totale	5.101.893.397	5.322.360.371	5.734.241.060
Capital propriu	13.783.564.595	13.891.103.469	13.951.181.216
<b>Pasiv total</b>	<b>19.150.660.951</b>	<b>19.471.965.364</b>	<b>19.946.953.507</b>
Numar angajati	5.095	5.179	5.222
<i>Grad de indatorare total</i>	<i>26,64%</i>	<i>27,33%</i>	<i>28,75%</i>
<i>Grad de indatorare datorii pe termen lung</i>	<i>21,28%</i>	<i>21,12%</i>	<i>20,18%</i>

## Romgaz

Romgaz este una din cele mai importante companii aflate in proprietatea statului si detine circa jumatate din rezervele de gaze de care dispune Romania in prezent.

Obiectul principal de activitate al Romgaz este extractia hidrocarburilor. Alte activitati secundare desfasurate de Romgaz sunt: depozitarea subterana a gazelor naturale; cercetarea geologica pentru descoperirea rezervelor de petrol (gaze naturale, titei si condensat); punerea in productie, interventii, reparatii capitale la sondele ce echipeaza depozitele, precum si la sondele de extractie a zacamintelor de gaze naturale, pentru activitatea proprie si pentru terti. Compania Romgaz este organizata in sase sucursale: Sucursala de Productie, Medias; Sucursala de Productie, Tg Mures; Sucursala de Inmagazinare Subterana Gaze Naturale, Ploiesti; Sucursala de Interventii, Reparatii Capitale si Operatii Speciale la Sonde, Medias; Sucursala de Transport Tehnologic si Mentenanta, Tg. Mures; Sucursala Bratislava.

Romgaz detine: peste 3.600 sonde productive din care 252 deservesc activitatea de inmagazinare subterana a gazelor naturale; 20 statii de comprimare cu o putere instalata de 160.000 kW; 6 depozite subterane de inmagazinare gaze naturale cu o capacitate actuala de lucru de 2.565 mil. mc/ciclu; 37 statii de uscare a gazelor naturale pe productie si 8 statii de uscare la depozite; 1.970 km conducte de aductie si 1.497 km conducte colectoare; 460 grupuri tehnologice de sonde; 30 de statii de separare si injectie ape reziduale; 125 sonde de injectie ape reziduale. Majoritatea zacamintelor de gaze naturale ale Romgaz, in special cele mari, sunt mature, avand o durata de exploatare de 25—30 de ani. Productia de gaz condensat realizata in 2008 a fost de 2.568 tone.

### Detinere Fondul Proprietatea: 14,99% din companie

Multipli industrie (Europa de Est)	P/E mediu	P/B mediu	P/S mediu	P/EBITDA mediu
	19,08	1,39	1,18	7,82
Evaluare participatie (fara ajustari)	247.745.160	3.866.793.093	627.402.757	1.325.141.879
Evaluare participatie egal ponderata (fara ajustari)				1.516.770.722
<b>Evaluare participatie ajustata (pentru transparenta si directia evenimentelor in anul 2009)</b>				<b>1.061.739.505</b>

Elemente CPP	2006	2007	2008
Venituri totale	3.336.524.897	3.678.159.390	3.903.506.331
Cifra de afaceri	3.053.480.364	3.271.662.202	3.280.213.477
Profit din exploatare	-	760.083.472	719.190.372
Amortizare	-	301.331.692	342.746.767
EBITDA	-	1.061.415.164	1.061.937.139
<b>Profit net</b>	<b>463.730.191</b>	<b>509.555.387</b>	<b>537.297.196</b>
<i>Marja neta</i>	<i>13,90%</i>	<i>13,85%</i>	<i>13,76%</i>
<i>Marja EBIT</i>	-	<i>20,66%</i>	<i>18,42%</i>
<i>Marja EBITDA</i>	-	<i>28,86%</i>	<i>27,20%</i>
Elemente Bilant	2006	2007	2008
Active imobillizate	2.822.797.912	3.195.762.625	5.177.977.886
Active circulante	1.877.552.099	2.410.408.371	3.077.944.329
Cheltuieli in avans	-	1.556.401	3.516.402
<b>Active totale</b>	<b>4.700.350.011*</b>	<b>5.607.727.397</b>	<b>8.259.438.617</b>
Venituri in avans	-	4.555.653	4.242.083
Provizioane	145.029.796	185.818.753	252.065.271
Datorii pe termen scurt	-	327.405.195	401.572.600
Datorii pe termen lung	-	19.112.617	16.992.308
Datorii totale	384.374.974	346.517.812	418.564.908
Capital propriu	685.302.536	5.070.835.179	7.584.566.355
<b>Pasiv total</b>	<b>4.700.350.011*</b>	<b>5.607.727.397</b>	<b>8.259.438.617</b>
Numar angajati	5.585	5.635	5.661
<i>Grad de indatorare total</i>	<i>8,18%</i>	<i>6,18%</i>	<i>5,07%</i>
<i>Grad de indatorare datorii pe termen lung</i>	-	<i>0,34%</i>	<i>0,21%</i>

\*estimari Intercapital Invest

## Nuclearelectrica

Societatea Nationala Nuclearelectrica (SNN) produce energie electrica si termica prin procesul de fisiune nucleara si fabricarea de combustibil nuclear. SNN SA are sediul in Bucuresti si coordoneaza activitatea a doua sucursale: Sucursala CNE Cernavoda, in responsabilitatea careia revine exploatarea Unitatilor 1 si 2 ale centralei nuclearelectrice de la Cernavoda si Fabrica de Combustibil Nuclear (FCN) de la Pitesti, reprezentand producatorul calificat de fascicule de combustibil nuclear de tip CANDU 6. Energia electrica produsa anual de Unitatile 1 si 2 CNE Cernavoda reprezinta circa 18% din productia de electricitate totala a Romaniei.

Pentru realizarea Unitatilor 3 si 4 de la Cernavoda a fost ales modelul unei Companii de Proiect realizata prin parteneriat intre statul roman prin intermediul Nuclearelectrica si investitori privati. Cei sase investitori care au depus oferte si au fost selectati sunt: Arcelor Mittal Romania care va detine 6,2 din actiunile viitoare companii, Grupul CEZ Republica Ceha – 9,15%, ENEL Italia – 9,15%, GDF Suez – 9,15%, Iberdrola Spania – 6,2% si RWE Germania – 9,15%, in conditiile in care statul roman va detine 51% din actiuni. In urma desfasurarii mai multor etape de negociere pe parcursul anului 2008, la data de 20 noiembrie 2008 a avut loc parafarea documentelor constitutive (Acordul de Investitii si Actul Constitutiv) ale noii societati comerciale, denumita S.C. EnergoNuclear SA, care va fi responsabila pentru construirea, punerea in functiune si operarea Unitatilor 3 si 4 de la CNE Cernavoda.

### Detinere Fondul Proprietatea: 17,64% din companie

Multipli industrie (Europa de Est)	P/E mediu	P/B mediu	P/S mediu	P/EBITDA mediu
	19,08	1,39	1,18	7,82
Evaluare participatie (fara ajustari)	346.802.227	1.691.116.895	332.164.035	718.588.223
Evaluare participatie egal ponderata (fara ajustari)				772.167.845
<b>Evaluare participatie ajustata (pentru transparenta si directia evenimentelor in anul 2009)</b>				<b>540.517.491</b>

Elemente CPP	2006	2007	2008
Venituri totale	1.017.607.138	1.106.341.895	1.595.776.330
Cifra de afaceri	664.242.578	909.595.860	1.451.932.867
Profit din exploatare	88.918.658	187.627.255	270.631.650*
Amortizare	174.861.900	209.204.968	250.292.824*
EBITDA	263.780.558	396.832.223	520.924.474*
<b>Profit net</b>	<b>64.338.265</b>	<b>88.674.867</b>	<b>103.039.781</b>
<i>Marja neta</i>	<i>6,32%</i>	<i>8,02%</i>	<i>6,46%</i>
<i>Marja EBIT</i>	<i>8,74%</i>	<i>16,96%</i>	<i>16,96%</i>
<i>Marja EBITDA</i>	<i>25,92%</i>	<i>35,87%</i>	<i>32,64%</i>
Elemente Bilant	2006	2007	2008
Active imobillizate	7.840.783.590	7.761.784.459	8.148.955.712
Active circulante	404.861.669	1.082.212.539	1.470.549.151
Cheltuieli in avans	1.160.872	6.605.508	6.601.967
<b>Active totale</b>	<b>8.246.806.131</b>	<b>8.850.602.506</b>	<b>9.626.106.830</b>
Venituri in avans	600.242	463.554	346.013
Provizioane	1.297.178.943	18.686.114	21.286.320
Datorii pe termen scurt	515.139.540	418.636.767	-
Datorii pe termen lung	2.243.130.430	2.426.745.998	-
Datorii totale	2.758.269.970	2.845.382.765	2.707.474.160
Capital propriu	4.190.756.976	5.986.070.073	6.897.000.337
<b>Pasiv total</b>	<b>8.246.806.131</b>	<b>8.850.602.506</b>	<b>9.626.106.830</b>
Numar angajati	2.331	2.293	2.199
<i>Grad de indatorare total</i>	<i>33,45%</i>	<i>32,15%</i>	<i>28,13%</i>
<i>Grad de indatorare datorii pe termen lung</i>	<i>27,20%</i>	<i>27,42%</i>	-

\*estimari Intercapital Invest

**INTERCAPITAL INVEST SA**  
SOCIETATE DE SERVICII DE INVESTITII FINANCIARE

Bd. Aviatorilor 33, Etaj 1, Sector 1, Bucuresti  
021 222 8731, 021 222 8744  
www.intercapital.ro, office@intercapital.ro

**ANALIST RAPORT**  
**ANDREEA GHEORGHE**

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 informatiilor din acest raport este permisa cu conditia obligatorie a prezentarii Intercapital Invest drept sursa a informatiilor preluate. Pentru informatii suplimentre despre Intercapital Invest, serviciile oferite sau piata de capital din Romania vizitati [www.intercapital.ro](http://www.intercapital.ro).

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 Valorilor 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](http://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](http://www.intercapital.ro), in sistemul Intercapital Start.