

RECOMANDARE: CUMPARARE

C.N.T.E.E. Transelectrica

Raport oferta publica initiala



SUMAR INDICATORI

Sector	Utilitati
Ramura	Electricitate
Pret in oferta	16,80 lei/actiune

Statul roman face un pas inainte pentru dezvoltarea pietei de capital din tara noastra prin lansarea unei oferte publice initiale (IPO) primare pentru Compania Nationala de Transport al Energiei Electrice Transelectrica SA. Oferta derulata de emitent, companie de interes strategic national, asociata cu alte potentiale listari majore viitoare anuntate, poate creste semnificativ atractivitatea Bursei de Valori Bucuresti. Parametrii ofertei sunt:

Numar actiuni puse in vanzare	7.329.787 actiuni
Procent din capitalul social actual	11,11%
Valoare nominala	10,00 lei/actiune
Pret de vanzare	16,80 lei/actiune
Valoare totala pusa in vanzare	123.140.422,60 lei
Perioada de subscriere	14/06/2006 - 28/06/2006
Sindicat de intermediere	Alpha Finance Romania—Manager Principal Raiffeisen Capital & Investment BRD Securities - Groupe Societe Generale
Grup de distributie	Sucursalele si agentile: Alpha Bank; BRD- Groupe Societe Generale; Raiffeisen Bank.

Oferta publica initiala a Transelectrica reprezinta pana la acest moment evenimentul anului pe piata de capital, si unul dintre cele mai importante evenimente de pe piata din ultimii ani.

Actiunile pot fi subscribe atat la sediile intermediarilor cat si in anumite locatii ale grupului de distributie. Oferta este impartita in doua transe: Transa Subscrierilor Mici, ce reprezinta 40% din totalul actiunilor oferite si Transa Subscrierilor Mari, reprezentand 60% din total. Minimul valoric ce poate fi scris de un investitor in transa destinata investitorilor mici este de 2.000 RON, iar in aceasta pot fi subscribe actiuni cu o valoare de pana la 500.000 RON; subscrierile ce depasesc aceasta suma se incadreaza in transa investitorilor mari. Metoda de alocare folosita atat pentru transa de retail cat si cea pentru transa investitorilor mari este *pro-rata*. In cazul in care una din transe nu este subscrisa integral, iar cealalta este suprasubscrisa, vor exista transferuri intre transe.

Un aspect important al subscrierii este posibilitatea inchiderii anticipate a ofertei in cazul in care se constata subscrierea integrala inainte de inchiderea perioadei de oferta, cu conditia ca perioada de subscriere sa fi durat cel putin cinci zile lucratoare.

DATE GENERALE DE CONTACT

Adresa	Bdul. G-ral Gh. Magheru, nr 33, Sector 1, Bucuresti
Telefon	303 5611
Fax	303 5610
E-mail	office@transelectrica.ro
Site Web	www.transelectrica.ro
Cod Unic	R13328043
Director General	Stelian Iuliu Alexandru Gal

Pentru perioada urmatoare compania are in vedere un plan investitional ambicios, in acest moment majoritatea activelor Transelectrica prezentand un grad de uzura tehnica si morala ce necesita investitii. In perioada 2006-2013, in planul de afaceri al companiei sunt estimate investitii in valoare de 546,7 milioane EURO. Astfel, in anul 2006 acestea vor insuma circa 113,3 milioane EURO, urmand sa descreasca ca valoare pana la 55,3 milioane EURO in anul 2013. Valoarea totala incasata din oferta publica ar acoperi doar 30% din necesarul investitiilor necesare in cursul anului 2006 si 6%

din totalul estimat a se investi in cei 8 ani.

Investitiile prognozate pentru urmatoorii 8 ani au o valoare 546,7 mil. euro, fondurile obtinute in urma acestei oferte urmand sa acopere doar 6,3% din necesarul total.

De la infiintare, in anul 2000, activitatea investitionala a companiei s-a canalizat pe doua directii: retehnologizarea si modernizarea infrastructurii si crearea infrastructurii de piata. Investitiile propuse pentru urmatoorii 8 ani par ridicate ca valoare absoluta. Totusi, trebuie tinut cont de dimensiunea companiei si mai ales de faptul ca numai in intervalul de timp 2002 - 2005 s-au mai efectuat investitii de 427 milioane EURO cu aceeasi destinatie, valoarea investita fiind apropiata de cea prognozata pentru viitor.

Pentru informatii suplimentare despre activitatea Transelectrica 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 companie**

Sistemul energetic romanesc a cunoscut de-a lungul timpului un amplu proces de restructurare, schimbari importante avand loc in ceea ce priveste modul de organizare. In prima faza, in Romania exista Sistemul Electroenergetic National, ce a luat fiinta in anul 1955 in urma interconectarii subsistemelor locale reprezentate de intreprinderile regionale de electricitate. In anul 1990 RENEL a preluat toate activitatile legate de producerea, transportul, furnizarea si distributia de energie electrica si termica. Acest proces de restructurare a continuat prin formarea, in 1998, a Nuclearelectrica si CONEL. Finalul procesului este reprezentat de divizarea CONEL, in anul 2000, in patru societati comerciale pe actiuni si anume: Transelectrica, Termoelectrica, Hidroelectrica si Electrica.

Din punct de vedere al organizarii Transelectrica are in componenta sa 9 sucursale si detine in proportie de 100% 6 filiale catre care si-a externalizat o parte din activitatile de baza.

Transelectrica este singurul operator ce asigura serviciul de transport si de sistem al energiei electrice precum si managementul operational si tehnic al SEN (Sistemul Electroenergetic National), serviciul de transport al energiei fiind considerat monopol natural. Activitatea emitentului este strans legata de deciziile si reglementarile ANRE (Autoritatea Nationala de Reglementare in domeniul Energiei), autoritate publica de interes national functionand in regim de autonomie, ce stabileste normele care reglementeaza piata energiei electrice din Romania. Veniturile Transelectrica depind in mod direct de preturile stabilite de acesta institutie.

Din punct de vedere al organizarii, Transelectrica are in componenta sa: 8 sucursale de transport a energiei electrice; o sucursala de masurare a energiei pe piata angro de energie electrica, numita Omepa si Dispecerul Energetic National, ca unitate operationala. Sucursalele nu au personalitate juridica.

Emitentul detine in proportie de 100% sase filiale, catre unele din acestea fiind externalizate pe baza de contract de prestari servicii o parte din activitatile de baza. Astfel, Opcom a preluat activitatea de administrare a pietei angro de energie electrica; Icemenerg, activitatea de cercetare stiintifica, inovare, studii, strategii de dezvoltare; Smart, activitatea de mentenanta a retelei electrice de transport; Teletrans, activitatea de operare a sistemului de telecomunicatii si tehnologia informatiilor necesar conducerii SEN; Formenerg activitatea de formare profesionala. Mai exista Icemenerg Service - o filiala prin care se produc aparate pentru distributia energiei electrice. Activitatea Opcom, Smart si Teletrans este strans legata de cea a emitentului, acestea obtinand mare parte a veniturilor prin contractele incheiate cu Transelectrica. In ceea ce priveste controlul

exercitat de Transelectrica asupra filialelor, o situatie speciala se prezinta in cazul Opcom datorita rolului strategic al acestuia; in acest caz membrii Consiliului de Administratie sunt numiti direct de catre Ministerul Economiei si Comertului, iar societatea este in directa supraveghere a Autoritatii Nationale de Reglementare a Energiei Electrice.

La nivel operational activitatea Transelectrica este orientata catre trei directii: transportul energiei electrice; conducerea prin dispecer a SEN si administrarea pietei de energie electrica.

In acest moment activitatea emitentului este orientata pe trei directii operationale ce asigura trei mari servicii: transportul energiei electrice, conducerea prin dispecer a SEN si administrarea pietei de energie electrica.

Cele 8 sucursale regionale (Bucuresti, Bacau, Cluj Napoca, Craiova, Constanta, Pitesti, Sibiu si Timisoara) joaca un rol important pentru activitatea de baza a emitentului, de transport al energiei electrice. Acesta se realizeaza prin intermediul RET (Reteaua Electrica de Transport) ce asigura interconectarea producatorilor cu retelele de distributie, consumatorii mari si sistemele electroenergetice invecinate. RET este formata din ansamblul de linii, elemente de sustinere si protectie a acestora, statii electrice, precum si alte echipamente, conectate intre ele. Infrastructura RET este una ce cunoaste un anumit nivel de uzura fizica si morala, majoritatea echipamentelor datand din perioada 1960-1980 in conditiile in care durata normala de viata a acestora este de 40 de ani. Astfel, 2/3 din liniile electrice au depasit in prezent perioada recomandata.

In aceste conditii mentinerea la un nivel corespunzator a RET este realizata prin desfasurarea unui program de asigurare a mentenantei si de management al activelor fixe - un concept modern adoptat si de companii de profil din economiile dezvoltate; scopul acestui program este micșorarea cheltuielilor, cresterea calitatii serviciilor si a profitabilitatii, toate asigurandu-se in conditii rezonabile de risc. Cea mai mare parte a lucrarilor de mentenanta sunt preluate de filiala Smart. Cheltuielile cu activitatea de mentenanta ocupa o pondere ridicata in totalul cheltuielilor operationale. Emitentul transporta prin RET 67% din cantitatea de energie consumata in Romania, restul de 33% fiind energie electrica generata de producatorii racordati direct la retelele de distributie.

In ceea ce priveste transportul energiei electrice, principalii clienti ai emitentului sunt: cele opt societati de furnizare a energiei, desprinse din Electrica SA; alti furnizori de energie electrica autorizati de ANRE; societati producatoare de electricitate si consumatori eligibili. Din punct de vedere a cantitatii de energie transportata, Hidroelectrica este cel mai mare client, avand o pondere in total energiei transportate de 22,9%. In tabelul urmator sunt prezentati cei mai importanti clienti ai emitentului si ponderile detinute de fiecare in totalul energiei transportate:

Din punct de vedere al cantitatii de energie electrica transportata, Hidroelectrica este cel mai mare client al emitentului cu o pondere in totalul energiei transportate de 22,9%.

Clients	Pondere
Hidroelectrica	22,9%
Energy Holding	6,6%
CE Turceni	5,5%
CE Rovinari	5,3%
Electrica Moldova	4,8%
Electrica Muntenia Sud	4,8%
Alti	50,1%

Cealalta activitate de baza este reprezentata de conducerea prin dispecer a Sistemului Electroenergetic National concretizata in serviciul de sistem, servicii de sistem functionale si servicii de sistem tehnologice. Astfel, prin serviciul de sistem se realizeaza conducerea si functionarea SEN prin dispecer, prin serviciile de sistem functionale se asigura planificarea si conducerea operationala a SEN pentru echilibrarea in timp real a productiei cu consumul, iar prin serviciile de sistem tehnologice se realizeaza mentinerea sigurantei in functionare a sistemului electroenergetic si a calitatii energiei transportate.

Trebuie mentionat si serviciul de administrare a pietei de energie electrica, activitate externalizata catre filiala Opcom SA. Atributiile principale conform acestei activitati sunt: punerea la dispozitie a platformei de tranzactionare fizica si stabilirea pretului de inchidere pentru fiecare interval orar, decontarea pietei de echilibrare pentru ziua urmatoare, decontarea dezechilibrelor, tranzactionarea certificatelor verzi si a contractelor de vanzare/cumparare energie electrica.

Cea mai mare pondere in totalul veniturilor emitentului o au cele aferente transportului energiei electrice.

Din punct de vedere al aportului celor trei servicii de baza la veniturile totale ale emitentului se constata ca ponderea cea mai mare o au veniturile obtinute din transporturile de energie. Dat fiind specificul lor, serviciile de sistem tehnologice nu sunt prestate de Transelectrica, ci de producatorii de energie din sistem. Ca urmare, contravaloarea acestor servicii, incluse in tariful de transport si colectate de emitent, este apoi transferata catre producatori, Transelectrica neinregistrand nici o marja de profit. O situatie asemanatoare se prezinta si in cazul serviciilor de administrare a pietei angro, veniturile respectiv cheltuielile neinfluend rezultatul operational al emitentului.

Tarifele pentru serviciile de transport, de sistem si de administrare a pietei sunt stabilite de ANRE pe baza costurilor inregistrate pe o perioada de 12 luni. In cazul tarifului pentru transport, se are in vedere aplicarea unei metodologii de reglementare de tip plafon prin care se stabileste un venit tinta initial ce tine cont de cresterea anuala a indicelui preturilor de consum si este diminuat cu cresterea de eficienta a emitentului. Astfel, costurile Transelectrica sunt recunoscute de ANRE iar profitabilitatea are la baza rentabilitatea activelor companiei. Un alt punct de reper in stabilirea pretului de transport este faptul ca tariful de transport nu poate creste de la un an la altul cu mai mult de 7% in termeni reali (iar daca indicele preturilor de consum creste cu mai mult de 20% se poate solicita cresterea trimestriala a tarifelor).

Din punct de vedere al tarifului perceput de Transelectrica pentru transportul energiei electrice, se constata ca acesta a inregistrat in decursul a numai 2 ani o crestere nominala de aproape 50%, de la 4,1 Euro/MWh in 2004 la 6,0 Euro/MWh la 1 ian. 2006. Daca avem in vedere pe de o parte ca la 1 iulie 2004 tariful minim perceput intr-o tara europeana era in jur de 2,3 Euro/MWh (Suedia), iar cel maxim era in jur de 9,25 Euro/MWh (Danemarca), iar pe de alta parte tendinta de crestere a tarifului de transport in moneda nationala asociata cu o continuare a aprecierii leului fata de euro, am putea constata ca in cativa ani in Romania s-ar putea percepe unul dintre cele mai scumpe tarife de transport din Europa, daca aceasta tendinta se continua.

O evolutie a cantitatii de energie electrica transportata prin RET de emitent

si valoarea acesteia prin prisma tarifului de transport obtinut este prezentata in tabelul urmator:

	2002	2003	2004	2005
Cantitate energie transportata (GWh)	33.764	35.025	36.565	36.358
Valoarea energiei electrice transportata la intern (mii lei)	402.082	457.778	580.586	686.135
Valoare energiei facturata import- export (mii lei)	35.710	22.440	67.868	45.538

Ratingul obtinut de Transelectrica in cursul anului 2005 din partea Standard&Poor's este "BB" iar din partea Moody's "Ba1".

Printre primele trei companii romanesti ce au primit ratinguri din partea a doua din cele mai cunoscute agentii de rating (Moody's si Standard&Poor's) se numara si Transelectrica. In octombrie 2005 emitentul a primit din partea Standard & Poor's calificativul "BB" cu perspectiva stabila pentru datoria pe termen lung in valuta, ceea ce denota o diminuare a riscurilor de reglementare si de piata; la 10 martie 2005 emitentul a obtinut o evaluare din partea Moody's, in baza activitatilor financiare si operationale, calificativul rezultat, "Ba1", fiind egal cu plafonul suveran.

Cele doua componente ale pietei energiei din Romania sunt: (i) piata reglementata prin contracte cadru si preturi reglementate si (ii) piata concurentiala ce cuprinde contracte bilaterale negociate, pretul si tarifele pe acesta piata fiind formate liber ca urmare a cererii si ofertei existente. Chiar daca gradul de deschidere a pietei de energie este unul mare, tranzactiile prin piata concurentiala ocupa inca o pondere mica in total. Potrivit directivelor UE privind regulile pietei de energie electrica, de la 1 ianuarie 2007 piata va avea un grad de deschidere de 100%, consumatorii necasnici putand astfel sa isi aleaga furnizorii.

Un factor important in evolutia oricarei companii este factorul uman. Numarul mediu de angajati ai emitentului de la infiintare si pana acum a scazut. Astfel, in anul 2000 la infiintare, Transelectrica dispunea de un numar de 3.700 angajati, o parte din acestia fiind insa preluati de filiale. Din 2002 si pana in prezent, exista o tendinta clara de scadere a numarului de angajati, acesta ajungand la 2.155. Un aspect mai putin pozitiv este structura pe grupe de varste a personalului, un procent de 82% din acestia avand o varsta mai mare de 31 de ani.

In perioada urmatoare Transelectrica isi propune sa devina principalul operator de transport din Europa de Sud-Est, prin intermediul RET urmand sa se asigure activitatea de tranzit a energiei electrice iar producatorii si distribuitorii romani de energie putand deveni exportatori/importatori catre tarile invecinate. Un rol important in activitatea de tranzit il are mecanismul Cross Border Trade (CBT) creat pentru o parte din tarile din sud-estul Europei, printre care si Romania, acesta avand rolul de a stabili costurile fiecarui operator pentru utilizarea retelei electrice de transport ale celorlalte parti participante la mecanism.

Transelectrica a devenit membru cu drepturi depline al UCTE ca urmare a recunoasterii performantelor si sigurantei Sistemului Electroenergetic National.

Pentru viitor este de asteptat ca Romania sa ocupe un rol important pe piata regionala de energie electrica, in acest sens intentionandu-se infiintarea unei burse nationale de energie la Bucuresti, cu intentia de extindere a acesteia si la scara regionala. Pentru implementarea acestui proiect Opcom dezvolta deja mecanisme si conditii atractive pentru efectuarea tranzactiilor bursiere in regiune.

O realizare importanta pentru Transelectrica este acceptarea ca membru cu drepturi depline in UCTE (Uniunea pentru Coordonarea Transportului

Energiei Electrice), proces ce a avut loc dupa o testare si monitorizare atenta a performantelor SEN. Din anul 2004 au fost interconectate toate sistemele UCTE, avantaje directe ale acestor operatiuni putand fi cresterea tranzitului de energie electrica in Romania si posibilitatea achizitionarii de energie electrica din exterior.

Pe langa UCTE, Transelectrica a fost acceptata ca membru ETSO (Asociatia Europeana a Operatorilor de Transport), EURELECTRIC (Uniunea Europeana a Intreprinderilor de Electricitate), CIGRE (Consiliul International al Marilor Rețele Electrice de Inalta Tensiune).

Reteaua de transport a energiei electrice si terenurile aferente reprezinta patrimoniu public, acestea fiind concesionate.

Un aspect important este situatia patrimoniului Transelectrica, reseaua electrica de transport si terenurile aferente acesteia apartinand proprietatii publice a statului in acest moment, acestea fiind concesionate catre emitent pe o perioada de 49 ani pana in mai 2053. Redeventa platita de emitent pentru utilizarea lor este de 1/1000 din veniturile realizate ca urmare a transportului energiei electrice pentru cantitatea efectiv transportata.

Punctele tari ale Transelectrica includ: importanta strategica a emitentului si pozitia de monopol pentru activitatea de transport a energiei electrice; cadrul institutional si legislativ adaptat la principiile pietei interne din UE; infrastructura puternica si moderna de telecomunicatii ce depaseste necesitatile de comunicatie a emitentului; structura diversificata si echilibrata a productiei de energie electrica; program nuclear in derulare; stabilitatea veniturilor; portofoliu diversificat de clienti. Punctele slabe includ: eficienta energetica scazuta; existenta unor arierate la nivelul emitentului, a unor companii din sector precum si a sistemului de compensare financiara intre firme pe piata energiei electrice; nivelul de uzura al activelor; varsta inaintata a personalului; sistemul de tarificare.

Oportunitatile de care poate beneficia emitentul sunt: potential ridicat de resurse; pozitie geografica favorabila; acces la pietele regionale de energie electrica; liberalizarea integrala a pietei de energie electrica pana in 2007; un ritm ridicat de crestere a cererii de energie in contextul relansarii energetice; integrarea sistemului energetic national in infrastructura europeana ca urmare a reconectarii celor doua zone sincrone din UCTE; Amenintarile viitoare la adresa emitentului includ: cresterea concurentei in sectorul energetic la nivel european, datorita tendintelor de concentrare din industria energetica; o pondere mare a populatiei prezinta un grad de vulnerabilitate ridicat la preturile energiei electrice, apropiate de nivelul mediu european; lipsa de instrumente fiscale pentru sustinerea programelor de investitii in eficienta energetica.

► **Capital social si dividende**

Transelectrica este una din ultimele societatile romanesti la care statul a ramas unic actionar, nefiind inca demarate proceduri de privatizare. Capitalul social al emitentului are o valoare de 659.680.790 lei si este impartit in 65.968.079 actiuni cu o valoare nominala de 10 lei/actiune. Constituirea acestuia s-a facut prin aport in numerar de 659.569.590 lei si prin aport in natura de 111.200 lei.

Initial, capitalul social al Transelectrica a avut o valoare de 495.982.200 lei, iar de la infiintare si pana in prezent acesta a a cunoscut mai multemodificari, majorari sau diminuari de valoare.

Cea mai importanta majorare de capital social a avut loc la un an de la

CAPITAL SOCIAL

Capital Social	659.680.790 lei
Val. Nominala	10 lei/actiune
Numar actiuni	65.968.079
Proprietate	Stat
Free float	0 actiuni (inainte de IPO)
% free float	0,00%

infiintare, in 2001, si a avut la baza reevaluarea imobiliarilor corporale si rezervele legale. Suma cu care capitalul social a fost majorat in aceasta prima etapa a fost contestata in urma unui control al Curtii de Conturi facut in anul 2004. In urma unor operatiuni de sens contrar (majorare urmata de diminuarea valorii capitalului social) suma cu care capitalul social a fost majorat a fost de 162.037.790 lei. Celelalte operatiuni legate de capital au fost mai putin importante.

Actionarul majoritar al Transelectrica este statul roman, reprezentat prin Oficiul Participatiilor Statului si Privatizarii in Industrie (OPSPI) din cadrul Ministerului Economiei si Comertului (MEC).

Actionarul majoritar al Transelectrica este la acest moment statul roman reprezentat prin MEC-OPSPI. Acesta detine 85% din actiuni, restul de 15% fiind detinute de Fondul Proprietatea; Fondul a fost contituit pentru despagubirea persoanelor ale caror bunuri au fost confiscate in mod abuziv de regimul comunist. Structura actuala a capitalului social al Transelectrica este:

Actionar	Pondere	Nr. actiuni
Ministerul Economiei si Comertului - OPSPI	85,00%	56.072.867
Fondul Proprietatea SA	15,00%	9.895.212
Total	100,00%	65.968.079

Dupa finalizarea ofertei publice structura capitalului social va deveni:

Actionar	Pondere	Nr. actiuni
Ministerul Economiei si Comertului - OPSPI	76,50%	56.072.867
Fondul Proprietatea	13,50%	9.895.212
Free Float	10,00%	7.329.787
Total	100,00%	73.297.866

Procentul de free-float in cazul Transelectrica poate creste in mod semnificativ.

In viitor, printre actionarii emitentului se vor mai numara si persoanele fizice si juridice detinatoare ale unor titluri de valoare nominala si indreptatite la despagubiri potrivit Legii 10/2001 datorita preluarii in mod abuziv a unor imobile de catre regimul comunist; aceste persoane au putut subscrie actiuni Transelectrica in cadrul ofertei de capital disponibil, detinerile vitoare ale acestora ridicandu-se la maxim 5% din capitalul social actual. Actiunile reprezentand 5% din capital vor fi atribuite dupa sase luni de la inceperea tranzactionarii si vor putea fi instrainate dupa alte 6 luni de la obtinerea calitatii de actionar. Modul de calcul al pretului de achizitie va face ca intrarea in circuitul bursier a acestor 5% sa nu creeze fluctuatii majore a pretului in piata, acesta fiind stabilit drept cea mai mare valoare dintre valoarea nominala si valoarea de piata (valoarea de piata a unei actiuni fiind considerata drept pretul mediu ponderat aferent primelor 6 luni de tranzactionare). In urma acestor operatiuni procentul de free-float ar putea ajunge la maxim 14,50% din capitalul social, structura acestuia din urma devenind:

Actionar	Pondere	Nr. actiuni
Ministerul Economiei si Comertului - OPSPI	72,00%	52.774.463
Fondul Proprietatea	13,50%	9.895.212
Free Float	14,50%	10.628.191
Total	100,00%	73.297.866

Influenta cresterii semnificative a procentului de free-float asupra pretului de tranzactionare va depinde si de conjunctura pietei la momentul respectiv, aceasta crestere putand genera atat efecte pozitive (intrarea unor investitori noi in piata pentru absorbtie) cat si negative (scaderi de pret ca urmare a unor vanzari semnificative).

Daca primele de emisiune rezultate in urma acestei oferte ar fi folosite pentru o eventuala majorare de capital social, procentul de alocare ar fi de 6,80%.

Transelectrica ar putea realiza majorari de capital social din fonduri proprii, dar ramane de vazut daca asemenea operatiuni vor fi derulate de firma, tinand cont de structura de actionariat a acesteia. Primele de emisiune din IPO ar permite acordarea de actiuni gratuite in proportie de 6,80%.

Potrivit legislatiei in vigoare, dupa constituirea fondului de rezerva, participarea salariatilor la profit si acoperirea pierderilor din anii anteriori, companiile de stat sunt obligate sa distribuie 50% din profitul net in dividende. Chiar daca societatea a inregistrat profit contabil, dividendele aferente perioadei 2000-2003 nu au fost virate integral catre MEC decat in anul 2005, ca urmare a lipsei de lichiditati (dividendele pentru 2004 au fost platite in acelasi an). Tabelul urmator arata nivelul dividendelor nete/actiune, acordate in perioada 2002-2004 :

Indicator	2002	2003	2004
Dividend net/actiune (lei)	0,234	0,041	0,097

► Rezultate economico-financiare

CRESTERI ANUALE VENIT*

	In RON	In EUR
2004	39,00%	28,79%
2005	63,49%	67,90%

CRESTERI ANUALE PROFIT NET*

	In RON	In EUR
2004	492,03%	449,02%
2005	81,08%	102,39%

* Raportari financiare neconsolidate

Analiza rezultatelor financiare impune evaluarea a doua seturi de raportari financiare intocmite dupa proceduri diferite: cele neconsolidate, ce includ numai activitatea Transelectrica SA si sunt elaborate in conformitate cu standardele romanesti de contabilitate, si cele consolidate intocmite in conformitate cu standardele internationale.

In ambele tipuri de raportari activitatea Transelectrica inregistreaza evolutii pozitive. In afara de veniturile obtinute din activitatea de transport a energiei electrice, emitentul obtine venituri si de la filialele sale catre care si-a externalizat o parte din activitatile de baza. In rezultatele financiare la nivel de grup au fost consolidate situatiile financiare ale filialelor Smart, Teletrans si Icemenerg, filiale asupra carora emitentul detine controlul. Neconsolidarea rezultatelor financiare pentru celelalte filiale nu a avut loc datorita faptului ca Transelectrica nu detinea controlul asupra lor sau pentru ca cifrele nu erau semnificative pentru rezultatul consolidat.

CRESTERI ANUALE VENIT*

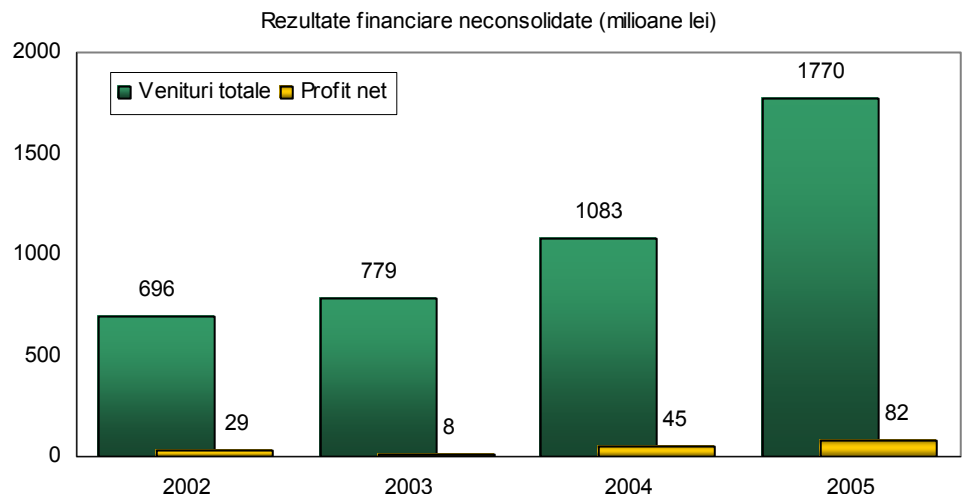
	In RON	In EUR
2004	+29,45%	+31,32%
2005	+66,43%	+86,18%

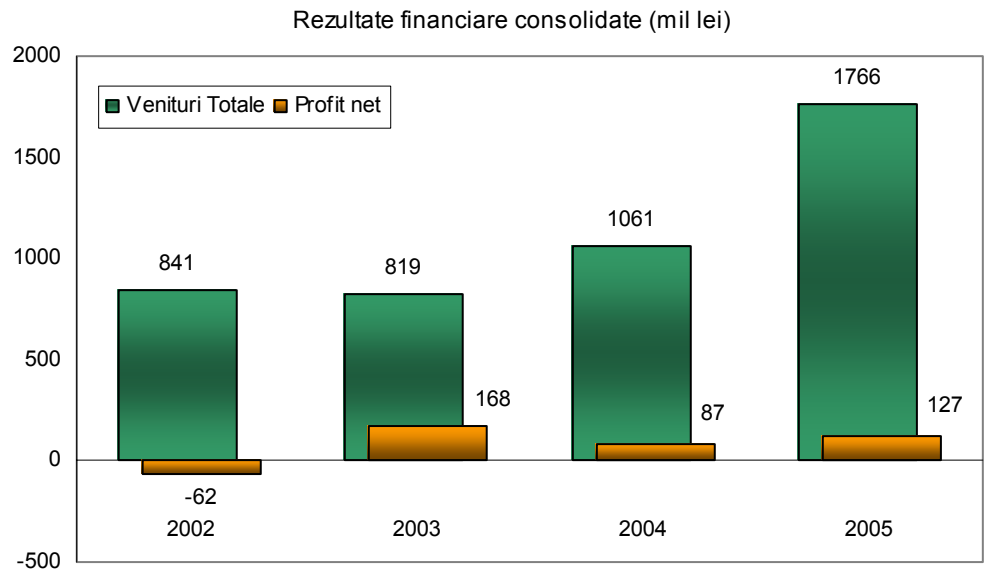
CRESTERI ANUALE PROFIT NET*

	In RON	In EUR
2004	-48,52%	-47,77%
2005	+46,45%	+63,82%

* Raportari financiare consolidate

Rezultatele la nivel neconsolidat si cele la nivel consolidat au evoluat in acelasi ritm, atat activitatea de transport a energiei electrice cat si in celelalte servicii prestate de emitent prin sucursale inregistrandu-se cresteri de valoare. Prezentam mai jos rezultatele financiare auditate neconsolidate:





La nivel operational societatea intra pe profit in 2004, iar in anul 2005 se inregistreaza o crestere de 33% a profitului operational (rezultate consolidate).

Se observa ca rata profitabilitatii veniturilor la nivel consolidat este mai buna decat cea la nivel neconsolidat. Facand abstractie de anul 2003, cand veniturile consolidate au inregistrat o usoara scadere, atat profiturile cat si veniturile neconsolidate/consolidate s-au incadrat pe un trend ascendent iar ratele de profitabilitate au fost in general bune pentru domeniul de activitate al emitentului. Din acest punct de vedere, in anul 2005 s-a inregistrat cea mai importanta crestere a veniturilor, de 66% la nivel consolidat si de 63% la nivel neconsolidat, motivatii ale acestor evolutii fiind modificarea metodologiei de calcul a tarifului de transport prin trecerea la metoda de tip venit plafon, eficientizarea costurilor si inregistrarea veniturilor legate de piata de echilibrare si piata certificatelor verzi. Contributii la evolutia buna a profitului din ultimii ani o au si ponderea mai mica a cheltuielilor financiare si reducerea impozitului pe profit.

Dupa cum am precizat, profitul net al emitentului poate fi calculat in mai multe moduri: atat la nivel neconsolidat, rezultat in principal ca urmare a activitatii de transport a energiei electrice, cat si la nivel consolidat, de grup, prin includerea activitatilor externalizate catre filiale. De asemenea, daca luam in considerare ajustarile de profit ca urmare a erorilor constatate in anii 2002 si 2003, precum si eliminarea impactului patrimoniului public din bilant (acesta fiind concesionat catre emitent incepand cu 2004), profitul inregistrat de companie sufera modificari substantiale. In tabelul urmatoare sunt prezentate valori ale profitului pentru situatii diferite de calcul:

Situatie Profit (mil lei)	2002	2003	2004	2005
Profit/pierdere neta situatie neconsolidata	28,938	7,684	45,492	82,380
Profit/pierdere operationala situatie consolidata	-13,703	-18,073	145,187	193,034
Profit/pierdere neta situatie consolidata	-62,235	168,193	86,583	126,808
Profit/pierdere situatie consolidata ajustata conform IAS8	-54,405	57,545	87,583	126,808
Profit/pierdere ajustata conform IAS8 si prin eliminarea impactului patrimoniului public	23,590	146,167	154,376	126,808

O situatie interesanta se prezinta la nivel consolidat in ceea ce priveste rezultatul din activitatea operationala. Astfel, in anul 2003 se observa o diferenta semnificativa intre profitul operational si profitul net consolidat: in

timp ce din activitatea operationala emitentul inregistreaza pierdere, profitul net este pozitiv. Diferenta este data de valoarea impozitului amanat rezultat in urma reevaluarii mijloacelor fixe. Datorita acestei operatiuni, diferentele favorabile (valoarea reevaluată minus valoarea contabila) au fost constituite ca venituri pentru care a fost calculat un impozit amanat, acesta fiind adunat la rezultatul operational. Astfel, chiar daca in anul 2003 s-a inregistrat un profit net contabil, la nivel operational emitentul a fost neprofitabil. Societatea incepe sa devina profitabila incepand cu anul 2004, in anul 2005 inregistrandu-se chiar o crestere importanta a profitului, cu 33%. Pierdere operationala la nivel consolidat din 2003 nu este insotita si de o pierdere la nivel neconsolidat, ceea ce arata ca activitatea de transport a energiei electrice a adus o marja de profit societatii, iar o parte din celelalte activitati desfasurate nu au fost profitabile.

Eliminarea impactului patrimoniului public din bilant a avut un efect pozitiv semnificativ asupra rezultatelor nete.

Tinand cont de impactul patrimoniului public asupra rezultatelor nete se constata ca acesta a avut pana in anul 2004 un efect negativ, rezultatele anuale fiind diminuate cu cheltuiala pentru amortizarea mijloacelor fixe apartinand patrimoniului public (ajustarile pentru eliminarea impactului patrimoniului public asupra profitului au reprezentat in perioada 2003-2004 in medie 116% din profitul inainte de aceasta ajustare). Acest lucru poate fi observat in 2005 cand se observa o crestere importanta de profit din acest motiv.

Structura veniturilor din exploatare, prezentata in continuare, releva ca ponderea cea mai mare o au veniturile din transportul energiei electrice, acestea inregistrand totusi o usoara tendinta de scadere ca pondere in totalul veniturilor inregistrate de companie in urma prestarii activitatilor de baza. Desi veniturile din serviciile de sistem tehnologice au o pondere semnificativa in cifra de afaceri a companiei, acestea nu influenteaza profitul operational intrucat contravaloarea acestor servicii este transferata de catre Transelectrica catre producatorii de energie din sistem, care de altfel si presteaza serviciile respective. Aceeasi situatie se intalneste si in cazul veniturilor obtinute din serviciile de administrare a pietei care, desi sunt inregistrate de Transelectrica, sunt totusi transferate Opcom iar rezultatul operational nu este afectat.

Tip venit din activitatea de baza (neconsolidata)	2003	2004	2005
Venituri din transport energie	63,10%	64,40%	42,00%
Venituri din servicii de sistem tehnologice	30,60%	32,60%	30,50%
Venituri din servicii de sistem functionale	2,10%	2,10%	2,50%
Furnizare energie reactiva	-	-	5,50%
Piata de echilibrare	-	-	15,50%
Alte venituri	4,20%	0,90%	4,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

In ceea ce priveste situatia consolidata, cresterea veniturilor cu 66% este insotita si de o crestere cu 72% a cheltuielilor de exploatare, aprecierea acestora din urma datorandu-se aparitiei cheltuielilor cu cogenerarea de energie si cele privind piata de echilibrare. Un aspect care trebuie luat in calcul este amanarea unor cheltuieli cu lucrari de mentenanta, acest lucru ducand la scaderea cu 23% a cheltuielilor de mentenanta in 2005, dar putand genera o majorare a acestora in viitor.

SITUATIE FLUXURI NUMERAR

(Mii lei)	2004	2005
Cash inceput an	47.807	48.543
Cash exploatare	175.875	284.958
Cash investitii	-458.090	-544.064
Cash finantare	282.950	265.802
Cash sfarsit an	48.543	55.239
Variatie cash	735	6.696

STRUCTURA ACTIV 2005

Active imobilizate	68,60%
Numerar	2,06%
Alte active	29,34%

STRUCTURA PASIV 2005

Capitaluri proprii	39,83%
Datorii pe termen lung	30,75%
Datorii pe termen scurt	29,41%

La nivelul fluxurilor de numerar, Transelectrica a generat atat in 2004 cat si in 2005 fluxuri de numerar pozitive din activitatea de exploatare. Activitatea intensa de investitii a fost finantata intr-o masura semnificativa prin imprumuturi. Se poate observa ca fluxurile de numerar din activitatea de exploatare se inscriu pe un trend ascendent, acestea crescand de la 107.782 mii lei in anul 2003, la 175.875 mii lei in 2004 si la 284.958 mii in 2005, cifre corespunzatoare unor cresteri de 63,17% in 2004 si de 62,02% in 2005.

Ponderea cea mai importanta in activ o au activele imobilizate, acestea inregistrand in anul 2004 o scadere semnificativa, odata cu eliminarea celor reprezentand patrimoniul public. Astfel, daca in 2002 activele imobilizate reprezentau 85,6% din activ, in anul 2005 ele reprezentau un procent de 68,6%. La nivel de grup, cea mai importanta pondere din mijloacele fixe este detinuta de Transelectrica (97,80% din valoarea neta totala a mijloacelor fixe), o detinere mai importanta avand doar filiala Icemenerg la capitolul terenuri (43,1% din valoarea totala a terenurilor).

Activele circulante ale emitentului au crescut de la an la an, o apreciere semnificativa observandu-se in anului 2005, cand acestea au inregistrat o crestere de 126% rezultata ca urmare a cresterii creantelor nete cu 155%. Cresterea creantelor nete ale companiei in perioada 2002—2005, fenomen reflectat si in cresterea datoriilor catre furnizori, se datoreaza unei viteze mari de rotatie a creantelor, aceasta crescand de la 121 zile in 2004 la 185 zile in 2005. Ca structura a creantelor asupra clientilor, 68% erau reprezentate de clienti pe piata de energie iar 32% de facturi de intocmit pe piata de echilibrare (sfarsitul lui 2005). Astfel, cresterea de 154% a creantelor in 2005 poate fi pusa partial si prin aparitia pietei de echilibrare, la 1 iulie 2005.

(Mii lei)	2002	2003	2004	2005
Active imobilizate	1.977.861	2.522.979	1.762.917	2.160.178
Numerar	43.195	47.807	55.503	65.048
Creante	283.743	343.794	350.485	893.251
Total activ	2.309.582	2.956.538	2.198.186	3.148.029
Imprumuturi pe termen scurt	14.668	52.567	51.731	782.691
Datorii pe termen lung	272.460	433.229	705.240	968.061
Datorii comerciale	96.084	159.152	95.445	591.700
Alte datorii curente	140.108	175.628	209.561	37.846
Total datorii	523.320	820.576	1.061.977	925.901
Capital social	865.897	987.989	1.018.064	1.018.175
Rezerve/(Deficit) acumulare	(71.838)	104.491	118.145	235.892
Patrimoniu public	992.203	1.043.482	-	-
Total Capitaluri proprii	1.786.262	2.135.962	1.136.209	1.254.067
Total Pasiv	2.309.582	2.956.538	2.198.186	3.148.029

Cea mai importanta pondere in totalul creantelor este detinuta de Electrica SA. Totusi, in ultimii trei ani aceasta inregistreaza o scadere de la 84% in 2003 la 55% in 2005. Odata cu declansarea procesului de privatizare a filialelor Electrica putem estima continuarea tendintei descrescatoare a creantelor de acest tip. Un pas in aceasta directie este realizat in anul 2005, incasarile de la filialele FDFEE Banat si FDFEE Dobrogea (privatizate),

efectuandu-se la termenele scadente. Daca luam in considerare ca pana la sfarsitul anului 2006 toate filialele Electrica vor fi privatizate, putem confirma trendul descendent al evolutiei creantelor asupra Electrica. Descresterea ponderii creantelor Electrica este insotita de o crestere a creantelor Hidroelectrica, cel mai mare client al emitentului, cu pana la 11,6% in 2005 fata de 2,7% in 2003.

Scoaterea patrimoniului public din evidente si concesionarea activelor aferente se reflecta si in nivelul capitalului propriu, in anul 2004 acesta suferind o scadere de aproximativ 46%. In ceea ce priveste datoriile companiei, se observa o crestere a indatorarii de termen lung ca urmare a finantarii proiectelor de investitii. Datoriile pe termen lung ca procent din totalul activului inregistreaza valori de 59% in 2003, 67% in 2004 si 40% in 2005. Cea mai mare parte a imprumuturilor sunt contractate cu institutii financiare internationale.

Ratele de profit au inregistrat un nivel bun pentru domeniul de activitate al emitentului, acestea fiind de 8,2%, respectiv 7,2% pentru 2004 si 2005 (in situatiile financiare consolidate). Acestea au fost insotite si de nivele corespunzatoare ale ratelor profitului operational, de 13,7%, respectiv 10,9%. Rata ridicata de profit net inregistrata in 2003 (20,5%) nu a fost insotita si de o rata corespunzatoare la nivel operational, compania fiind practic pe pierdere in urma desfasurarii activitatilor de baza; asa cum am explicat, o motivatie a profitabilitatii in 2003 a fost impozitul amanat constituit in urma procesului de reevaluare a activelor. Ratele de profit reale ar putea fi mai mari tinand cont de faptul ca in venituri sunt incluse si veniturile obtinute din activitatile in care emitentul nu inregistreaza marja de profit, Transelectrica fiind doar intermediar in facturarea acestora.

Indicatori	2003	2004	2005
Rata profitului net neconsolidat	0,98%	4,20%	4,65%
Rata profitului consolidat net	20,50%	8,20%	7,20%
Rata profitului consolidat operational	n/a	13,70%	10,90%
Rentabilitate activelor	1,50%	0,80%	1,20%
Rentabilitatea capitalului propriu	7,90%	7,60%	10,10%
Rata lichiditatii curente	1,12	1,22	1,07
Imprumuturi/Capitaluri proprii	0,18	0,54	0,69
Durata medie de incare a creantelor (zile)	153	121	185

► **Analiza, concluzii si recomandari**

Prezenta statului in economie ca administrator si manager de companii nu s-a evidentiat prin rezultate remarcabile din 1990 pana in prezent. Statul s-a dovedit de multe ori un slab administrator al companiilor aflate in gestiunea sa, iar procedurile de privatizare au confirmat aceasta ipoteza, prin schimbari semnificative de eficienta la nivelul companiilor iesite din proprietatea statului.

Fenomenul este, intr-o anumita masura, explicabil. Firmele romanesti au intrat in economia de piata cu structuri de active, personal sau produse neadaptate la noile cerinte ale acesteia; de multe ori si strategiile de management si marketing au fost gresite. Astfel, pentru a rezista, firmele

de stat au trecut sau ar trebui sa treaca prin ample procese de restructurare.

Transelectrica se prezinta relativ bine intr-o comparatie cu alte firme din domeniul utilitatilor/energetic.

Insa cel putin din punct de vedere al rezultatelor obtinute si al ratelor de profitabilitate, situatia Transelectrica este una destul de buna. Prezentam mai jos o comparatie a ratelor de profitabilitate ale emitentului cu cele ale altor firme din sectorul utilitatilor/energetic (cu mentiunea ca firmele folosite pentru comparatie au, de regula, un profil de activitate mult mai extins decat cel al Transelectrica):

Emitent	An	EBITDA (mil EUR)	Rata profitului operational	Rata profitului net	Rata de profitabilitate a activelor	Rata rentabilitati i capitalului propriu
E.ON	2005	9.741	12,5%	9,3%	3,8%	13,7%
	2005	10.272	11,7%	13,1%	5,9%	19,0%
EDF	2004	8.434	12,4%	3,0%	0,8%	11,1%
	2005	6.799	10,6%	11,5%	2,7%	N/A
RWE	2004	8.400	5,7%	3,0%	2,5%	25,0%
	2005	8.324	6,2%	4,4%	3,6%	31,0%
CEZ	2004	948	38,3%	16,7%	4,7%	8,0%
	2005	1.187	43,7%	26,1%	6,2%	10,3%
ENEL	2004	5.018	18,9%	8,5%	5,1%	13,8%
	2005	4.794	16,3%	11,4%	7,7%	20,1%
Iberdrola	2004	2.913	22,8%	13,7%	4,6%	14,3%
	2005	3.378	19,3%	11,8%	4,5%	15,4%
Medii	2004	-	18,4%	9,0%	3,6%	14,3%
	2005	-	18,0%	13,1%	5,1%	19,2%
Transelectrica	2004	76	13,7%	8,2%	0,8%	7,6%
	2005	94	10,9%	7,2%	1,2%	10,1%

Desigur, mai este loc de imbunatatire a indicatorilor pe masura ce procesul de restructurare si modernizare a firmei avanseaza. Din societatile prezentate mai sus, EDF prezinta indicatori de eficienta apropiati de Transelectrica, indicatorii celorlalte companii fiind in general mai mari. Un alt punct comun al EDF cu Transelectrica este faptul ca ambele sunt companii de stat, circa 87% din capitalul social al EDF fiind detinut de acesta.

Analiza activitatii EDF trebuie facuta tinand cont de profilul firmei, aceasta fiind orientata atat spre transport cat si spre productie si distributie. Deoarece activitatea de distributie inregistreaza marje de profit mult mai bune decat cea de transport, performantele Transelectrica comparativ cu cele ale EDF apar ca fiind mult mai interesante; acest lucru este valabil cu atat mai mult daca tinem cont de faptul ca performantele Transelectrica au fost obtinute in principal din activitatea de transport, activitate supusa unor reglementari si restrictii mai severe.

Intrucat la momentul actual Transelectrica nu este listata, actiunile acesteia nu au un pret de piata. Tinand cont de pretul unei actiuni in oferta publica, de 16,80 lei/actiune, vom estima o serie de indicatori de evaluare ai emitentului, respectiv indicatorul P/E (pret/profit pe actiune) si P/B (pret/

valoare contabila pe actiune):

	RAPORTARI NECONSOLIDATE		RAPORTARI CONSOLIDATE	
	Inainte de oferta	Dupa oferta	Inainte de oferta	Dupa oferta
Profit/actiune (lei)	1,25	1,12	1,92	1,73
Val. contabila/actiune (lei)	27,55	26,47	19,01	18,79
Indicator P/E	13,45	14,95	8,75	9,71
Indicator P/B	0,61	0,63	0,88	0,89

Valoarea indicatorului P/E pentru Transelectrica in oferta este de 9,71 iar cea a P/B de 0,98

Tinand cont de profilul activitatii desfasurate si pe tendintele de analiza pe plan international, consideram ca situatia consolidata este mai relevanta pentru a surprinde natura activitatii emitentului. Pentru analiza indicatorilor obtinuti mai sus, ii vom raporta la cei inregistrati de EDF, societatea franceza cu care Transelectrica are anumite puncte comune. EDF a derulat recent si o oferta publica initiala de vanzare de actiuni, prima luna de tranzactionare a actiunilor fiind noiembrie 2005.

Oferta publica a EDF a fost impartita in doua transe si anume: o transa de 58.239.399 actiuni subscrise la 33 euro/actiune si o transa de 129.629.629 actiuni subscrise la 32 euro/actiune. Valoarea nominala a acestor actiuni este de 0,5 euro iar capitalul social dupa oferta era format din 1.822.171.090 actiuni. Numarul de actiuni din cele doua transe reprezinta 10,3% din totalul capitalului social, procent apropiat de cel din oferta publica de actiuni a Transelectrica.

Raportat la rezultatele financiare inregistrate de EDF pentru exercitiul financiar 2005, pe baza preturilor din oferta putem calcula urmatoorii indicatori de evaluare:

Valoarea indicatorului P/E pentru EDF la pretul din oferta a fost de 17,02.

Indicatori	Pret din oferta de 32 euro	Pret din oferta de 33 euro
Profit/actiune (euro)	1,94	1,94
Val. contabila/actiune (euro)	23,49	23,49
Indicator P/E	16,51	17,02
Indicator P/B	1,36	1,40

Dupa cum am vazut, natura activitatii EDF este mult mai complexa. Trecand peste acest element, analiza de mai sus releva indicatori de evaluare mult mai atractivi pentru oferta publica a Transelectrica. Mai mult, trebuie mentionata si evolutia in piata a actiunilor EDF. Astfel, pretul de inchidere din prima zi de tranzactionare a fost de 32 euro iar maximul atins pana acum, marcat la patru luni de la tranzactionare a fost de 49 euro, ceea ce inseamna ca randamentul maxim ce a putut fi obtinut prin subscrierea in oferta a fost de 53%.

Transelectrica va fi prima companie din domeniul utilitatilor listata la Bursa de Valori Bucuresti. In mod corespunzator, nu exista emitenti comparabili romani pentru o raportare a indicatorilor de evaluare ai Transelectrica.

In aceste conditii, vom utiliza o serie de indicatori ai unor emitenti comparabili de pe alte piete, prezentati in tabelul urmasor:

Media indicatorului P/E pe emitentii comparabili selectati este de 15.

Companie	P/E
E.ON	7,99
RWE	12,01
CEZ	19,74
ENEL	12,62
Iberdrola	15,10
EDF	22,52
Medie	15,00
Transelectrica	9,71

Situatia primilor cinci emitenti ai ramurii electricitate din sectorul utilitati in Anglia se prezinta astfel:

	P/E	P/S
Scottish & Southern Energy	14,9	0,97
Scottish Power	20,0	1,65
International Power	19,7	2,12
British Energy Group*	75,7	8,23
Drax	8,3	3,59
Medie*	15,73	2,08

*British Energy Group a fost aproape de faliment in 2005. Indicatorii sai nu au fost luati in calculul valorilor medii.

Valoarea medie pentru P/E in tabelul de mai sus este apropiata de cea din tabelul anterior. Indicatorul P/S (pret pe venituri totale) inregistreaza o valoare apropiata de 2. Pentru referinta, prezentam si o serie de valori medii pentru sectorul energetic intalnite pe piata de capital din Statele Unite, precum si valori medii intalnite la BVB in anumite sectoare industriale si la categoria I a bursei:

	P/E	P/B
Medie Ramura Electrice Utilitati S.U.A.	17,20	2,45
Medie Sector Utilitati S.U.A.	17,40	2,70
Medie Sector Energie B.V.B.	13,72	1,17
Medie Sector Tehnologie B.V.B.	19,56	0,93
Medie Categoria I B.V.B.	19,15	2,03
Transelectrica	9,71	0,89

Analiza pe baza de P/E a emitentilor si sectoarelor comparabile prezentate mai sus arata in general valori ale indicelui P/E intre 15 si 20. Admitem faptul ca indicatorii utilizati se refera la pietele si la emitenti mult mai dezvoltati si/sau cu un profil mai complex decat al Transelectrica. Cu toate acestea, consideram ca un indice in jurul a 15 poate reprezenta o estimare rezonabila pentru actiunile Transelectrica dupa listare.

O alta ipoteza de lucru importanta este cea a rezultatelor financiare folosite, datorita diferentelor mari de profitabilitate intre raportarile neconsolidate si cele consolidate (si, de fapt, intre cele calculate pe standardele romaneesti si cele pe standarde internationale). Consideram situatiile financiare consolidate mai reprezentative, insa ramane de vazut care va fi modalitatea de raportare ulterioara a emitentului la BVB .

Pretul din oferta publica poate include, astfel, un anumit discount fata de valoarea estimata prin P/E. Discountul este semnificativ in cazul calcului pe rezultatele consolidate/standarde internationale (50-60%), dar foarte redus cu rezultatele neconsolidate/standarde romanesti (in jur de 3%).

O analiza mai relevanta s-ar putea realiza in conditiile utilizarii profitului estimat pe 2006. Din pacate prospectul de emisiune nu include nici un fel de estimari ale rezultatelor viitoare. Noua legislatie a Comisiei Nationale a Valorilor Mobiliare in domeniul ofertelor publice (Regulamentul CNVM 1/2006) nu impune prezentarea acestor informatii in prospect, lasand alegerea la latitudinea intermediarilor. La fel cum s-a procedat si in cazul ofertei publice initiale a Flamingo, intermediarii nu prezinta asemenea informatii in prospectul de emisiune nici in cazul Transelectrica, privind potentialii investitori de o informatie valoroasa.

Indicele P/E cu profitul estimat pe 2006 este de 7,8.

Exista insa o serie de estimari generale. Astfel, Transelectrica a estimat un profit net de 45 milioane EUR pentru 2006. La acest nivel indicele P/E cu pretul din oferta publica se situeaza la un nivel foarte interesant de 7,8, ceea ce ar semnifica un discount foarte generos fata de pretul potential ce poate fi atins la cota.

Una din problemele principale in ceea ce priveste evolutia viitoare a veniturilor si profiturilor emitentului este modul de tarificare a serviciilor prestate si reglementarea acestora de catre autoritati. Astfel, cel putin pentru viitorul previzibil, ratele viitoare de crestere a veniturilor nu pot fi spectaculoase, cu atat mai mult cu cat nivelul serviciilor de transport se apropie sau il depaseste pe cel din alte tari europene.

Majoritatea multiplilor calculati releva discounturi potentiale ale pretului din oferta fata de valoarea reala a unei actiuni. Exceptia notabila o constituie raportarea la valorile de privatizare ale filialelor Electrica.

Si in ceea ce priveste indicele P/B situatia este interesanta. Valorile subunitare ale indicatorului pentru Transelectrica evaluate la pretul din oferta s-ar putea transforma in valori peste 1 la cota BVB, tinand cont de alte evolutii de pe piata, dar si de repere de pe alte piete. Spre exemplu, utilizand ca reper valoarea medie a P/B pentru sectorul energie la BVB, ce include si cea mai mare companie din punct de vedere al capitalizarii (Petrom), pretul din oferta prezinta un discount in jurul a 30% fata de un posibil pret la bursa de valori. In fine, utilizarea P/S (pret/venituri) folosind valoarea medie de pe piata engleza, prezentata intr-un tabel anterior, releva, din nou, un discount semnificativ.

Am raportat valoarea Transelectrica si la valoarea de privatizare a celor patru filiale de distributie ale Electrica SA privatizate in 2004-2005: Electrica Banat, Electrica Dobrogea, Electrica Moldova si Electrica Oltenia. Privatizarea acestora s-a facut la multiplii de valoare firma pe energie transportata (EV/Mwh) cu valori intre 39 si 52, si la multiplii P/E cu valori in jur de 8 (EV/Mwh calculat cu valoarea firmei inclusiv imprumuturile, iar P/E calculat cu profiturile raportate sau cu cele obtinute aplicand o rata normala de profitabilitate la veniturile totale raportate, daca profiturile nu au fost considerate semnificative).

In acest sistem de analiza Transelectrica iese pe piata la pretul din oferta cu multiplii (atat P/E cat si EV/Mwh) cu aproximativ 30% mai mari decat cei ai celor patru tranzactii de privatizare. Analiza valorii companiilor de utilitati romanesti este afectata, insa, de sistemele de tarificare si reglementare a activitatii acestora, ce au cunoscut modificari semnificative in ultimii ani si ce ar fi putut afecta si evaluarile filialelor Electrica. Indicii P/E estimati

pentru tranzactiile de privatizare, in zona 7-8, sunt afectati in mod semnificativ de calitatea datelor publice disponibile pentru analiza si a ipotezelor de estimare, si nu se coreleaza cu valorile intalnite in industrie pe alte piete, situate, asa cum am vazut, in jur de 15.

Transelectrica are toate conditiile pentru a intra la cota drept un emitent interesant: compania va fi primul emitent listat in Romania din domeniul utilitatilor, un domeniu foarte atractiv pentru investitorii institutionali romani si straini aflati in cautare de stabilitate pe o bursa cu o volatilitate in crestere. Dimensiunea firmei nu este foarte mare: valoarea la pretul din oferta publica, in jurul a 350 milioane EUR, reprezinta 2,1% din capitalizarea totala a BVB astazi; totusi, valoarea nu este chiar neglijabila: daca scoatem din capitalizarea totala a bursei valoarea celor mai mari cinci emitenti, capitalizarea medie rezultata pe emitent se situeaza in jurul a numai 50 de milioane de EUR.

Valoarea pachetului scos la vanzare in oferta publica, de aproximativ 35 de milioane EUR, nu este foarte mare. Pentru referinta, Flamingo a atras 13 milioane EUR intr-o oferta publica derulata anul trecut in care numarul de actiuni subscribe a fost de peste trei ori mai mare decat numarul de actiuni oferite si alocate. Conjunctura actuala de piata, caracterizata printr-o evolutie descendenta a bursei de valori, a creat rezerve importante de lichiditati la nivelul investitorilor. Este de asteptat ca o mare parte a acestora sa se orienteze spre oferta Transelectrica, negasind alte oportunitati de investitie pe termen scurt pe piata secundara.

Este probabil ca nivelul de suprasubscriere a ofertei sa fie semnificativ.

Oferta poate atrage si clase de investitori noi, tinand cont de structura sindicatului de intermediere ce include trei reprezentanti ai unor grupuri bancare, cu acces la investitori institutionali straini. In aceste conditii, este probabil ca nivelul de suprasubscriere a ofertei sa fie semnificativ; tinand cont de metoda de alocare *pro-rata*, este de asemenea foarte probabil ca alocarile finale pentru investitori sa reprezinte valori semnificativ mai mici decat sumele subscribe (de pana la cateva ori mai mici decat acestea).

Valoarea absoluta ridicata unei actiuni poate descuraja anumite segmente de investitori de retail cu putere de cumparare mai mica, ce vor percepe actiunea drept "scumpa", avand la baza motivatii psihologice. Segmentele nu sunt semnificative, inasa, subscriberile cele mai mari fiind asteptate din partea investitorilor institutionali si a investitorilor individuali cu portofolii de valori medii si mari.

Un sondaj publicat pe site-ul www.kmarket.ro referitor la intentiile de investitie in oferta Transelectrica a relevat faptul ca aproximativ 45% din cei chestionati intentioneaza sa subscrie in oferta publica, reprezentand un interes foarte ridicat pentru aceasta.

Modalitatea de distributie ingreuneaza si complica procedurile de subscriere.

Ofertele publice initiale din ultimii ani, precum Flamingo, SSIF Broker sau Vrancart, au fost distribuite prin sistemul bursei de valori; din pacate oferta Transelectrica nu urmeaza aceeasi tendinta, acest element reprezentand o deficiente majora a modului de structurare a ofertei. Distributia exclusiva prin sindicatul de intermediere si prin grupul de vanzare asociat ingreuneaza procedurile de subscriere pentru investitorii de pe piata de capital; acestia nu pot folosi societatile de brokeraj proprii pentru subscriere, iar procedura de distributie in cazul Transelectrica limiteaza transparenta procesului de subscriere si de alocare, afectand eficienta finala

a investitiei in oferta publica pentru investitori. In situatia in care nivelul subscrierilor zilnice nu va fi facut cunoscut, investitorii nu isi pot ajusta in mod corespunzator strategiile de investitie pe perioada ofertei.

Intermediarii au optiunea inchiderii anticipate a ofertei dupa minim cinci zile lucratoare de derulare a acesteia.

O alta prevedere mai putin obisnuita este cea referitoare la inchiderea anticipata a ofertei. Aceasta poate fi inchisa anticipat la minim cinci zile dupa inceperea acesteia, adica cel mai devreme pe data de 21 iunie. Prevederea este bizara intrucat inchiderea anticipata a fost practicata de regula pentru ofertele publice de vanzare la care metoda de alocare era primul venit - primul servit. Tinand cont de nivelul anticipat al subscrierilor este foarte posibil ca intermediarii sa ia decizia inchiderii anticipate in cazul Transelectrica (iar aceasta optiune sa duca la un nivel mai ridicat de alocare decat cel din cazul derularii ofertei pe toata perioada sa).

Astfel, se recomanda investitorilor care doresc sa subscrie sa faca acest lucru in primele cinci zile ale ofertei, pentru a evita situatia inchiderii anticipate. Investitorii vor tine cont si de durarata transferurilor fondurilor necesare subscrierii, precum si de alte prevederi ale prospectului de emisiune ce ingreuneaza procedura de subscriere. De asemenea, investitorii vor tine cont de prevederea conform careia "fiecare ordin de plata este echivalent cu o subscriere, iar cumularea mai multor ordine de plata pentru o subscriere unica valabila nu este posibila" si de faptul ca o subscriere va fi invalidata integral daca valoarea sumelor transferate in contul colector nu acopera integral sumele aferente actiunilor subscribe.

Dupa cum am precizat anterior, consideram ca pretul din oferta include un discount fata de un posibil pret de intrare la bursa de valori. Pentru referinta, preturile din prima zi la bursa ale celor mai recente trei oferte publice initiale derulate in Romania raportate la preturile de vanzare in oferta au adus un castig de 25,64% (ofertele luate in calcul au fost SSIF Broker, Vrancart si Flamingo); la trei luni de la inceperea tranzactionarii castigul se mentinea la 23,59% (castigurile au fost ponderate cu valoarea ofertei; valorile medii sunt influentate semnificativ de castigul adus de actiunile SSIF Broker de 159%, respectiv 124% pe cele doua intervale).

Discountul pretului din oferta fata de pretul de tranzactionare ar putea sa fie consistent, tinand cont de recentele randamente pe piata secundara.

Discountul in cazul Transelectrica s-ar putea situa in jurul a 20-30%, acesta putand insa fi si mai mare. Pretul de intrare pe piata va depinde, insa, de foarte multe variabile: nivelul subscrierilor, structura acestora din punct de vedere al rezidentei si formei juridice a investitorilor, inchiderea anticipata a ofertei, si altele, astfel incat asemenea estimari trebuie tratate ca fiind generale si imprecise.

Este de asteptat ca un criteriu luat in calcul de intermediari in stabilirea pretului de oferta a fost si riscul suplimentar pe care si-l asuma investitorii care cumpara in oferta, fata de cei care vor cumpara dupa listare; in acest mod se va dori, probabil, o evitare a repetarii situatiei din oferta Flamingo, in care stabilirea unui pret de alocare prea ridicat a dus la situatia in care randamentul investitorilor in oferta sa fie astazi de -2% la un an de la derularea sa, in conditiile in care indicele BET a inregistrat o crestere de 43% in aceeasi perioada (randamentul redus al actiunilor Flamingo in piata a fost determinat si de neatingerea tintelor financiare ale companiei in 2005).

Listarea actiunilor Transelectrica la Bursa de Valori nu pune probleme procedurale deosebite. Anticipam inceperea tranzactiilor cu actiuni

Tranzactionarea actiunilor la bursa ar putea incepe in august.

Transelectrica la cota bursei in cursul lunii August. Investitorii vor tine seama de perioada de imobilizare a banilor pe perioada derularii ofertei si pe perioada scursa de la incheierea acesteia pana la inceperea tranzactiilor. Suma imobilizata initial ca urmare a subscrierii va fi mai mare, urmand ca o parte a acesteia sa fie returnata in termen de maxim cinci zile lucratoare de la data inchiderii ofertei (ne referim la suma corespunzatoare actiunilor subscribe dar nealocate in urma procedurii de alocare pro-rata). Astfel, pe aceste perioade trebuie luat in calcul costul de oportunitate in cazul unor evolutii favorabile ale actiunilor pe piata secundara sau al lansarii in perioada respectiva a altor oferte publice de vanzare (Continental Hotels a anuntat o oferta publica initiala secundara pentru luna iulie a anului 2006).

Evolutia viitoare a pretului Transelectrica dupa listare va fi influentata si de evolutia generala a actiunilor listate la BVB. Evolutiile din ultimii doi ani la bursa au aratat un nivel de corelare mult mai ridicat al acesteia cu bursele din jur, precum si cresteri semnificative ale volatilitatii. Pe termen mai scurt indicele BET se afla pe tendinta descendenta de peste trei luni, iar lichiditatea in piata se mentine redusa. Aceasta conjunctura poate continua pe termen scurt, desi pe termen mediu si lung este asteptata o redresare a acestei situatii pe fondul schimbarii perceptiilor investitorilor pe pietele din jur si al aderarii Romaniei la Uniunea Europeana.

Ramane de vazut care va fi nivelul de transparenta promovat de emitent pe bursa. Semnalele initiale nu sunt incurajatoare: emitentul nu a raspuns solicitarilor noastre de informatii pentru acest raport.

Riscurile operationale la nivelul emitentului, ce pot influenta semnificativ performantele viitoare, tin de modul de reglementare a activitatii si veniturilor Transelectrica, nivelul de uzura a mijloacelor fixe si necesarul ridicat de investitii, prezenta statului ca actionar majoritar. Pentru investitori, riscurile legate de emitent sunt amplificate atat de conjunctura actuala a pietei de capital, caracterizata printr-o tendinta descendenta a preturilor si lichiditate redusa, cat si de elementele legate de modul de derulare a ofertei, descrise anterior.

Evolutia viitoare a actiunilor poate fi afectata semnificativ si de alte evenimente precum eventuale schimbari majore in structura de detinere, modificari de politici comunitare sau nationale in domeniul energetic, sau cresterea semnificativa a procentului de free-float prin alocarea actiunilor catre persoanele indreptatite conform legii 10/2001, aceasta din urma putand introduce incertitudini majore legate de evolutia viitoare la bursa.

Cu toate acestea, consideram ca pretul din oferta corelat cu estimarea evolutiilor ulterioare listarii acopera riscurile percepute la acest moment, iar oferta poate reprezenta o investitie eficienta pentru investitori. Metodele de estimare si evaluare utilizate de noi indica, in general, un discount al pretului din oferta fata de un posibil pret la bursa, existand insa si riscuri, circumstante si metode de evaluare cu concluzii diferite ce trebuie luate in calcul de investitori.

In aceste conditii recomandarea noastra pentru oferta publica a Transelectrica este de cumparare. Investitorii vor tine cont de riscurile si celelalte elemente prezentate in acest raport, inclusiv de caracteristicile care pot afecta procedura de subscriere (in special posibilitatea inchiderii anticipate si a suprasubscrierii semnificative).

RECOMANDARE:

CUMPARARE





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

ANALISTI RAPORT TRANSELECTRICA

ANDREEA CIOBANU

RAZVAN PASOL

GABRIEL ALDEA

RADU TARANU

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.

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.