Cluj-Napoca
24 iulie 2018

Maria VLAD
Analist Financiar
maria.vlad@brkfinancialgroup.ro

Inițiere Acoperire

Conpet S.A.

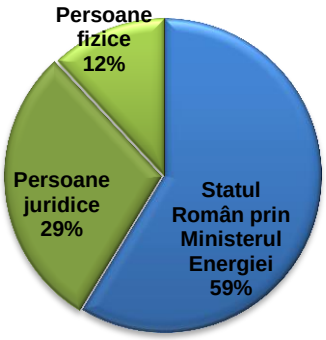
Recomandare	
Preț target (lei/acțiune)	113,7
Potențial de apreciere	30,2%
Recomandare	Cumpărare

Sursa: Calcule BRK Financial Group

Informații cheie	
Simbol BVB	COTE
Preț Piață – 23 iulie 2018	87,3000
Maxim 52 săpt.	120,0000
Minim 52 săpt.	86,0000
Variație % YTD	-12,17%
Capitalizare (Mil. RON)	755,80
Număr acțiuni (Mil.)	8,66
Free float (Mil. Acțiuni)	2,90
Free float (%)	33,87%
Beta vs BET	1,16

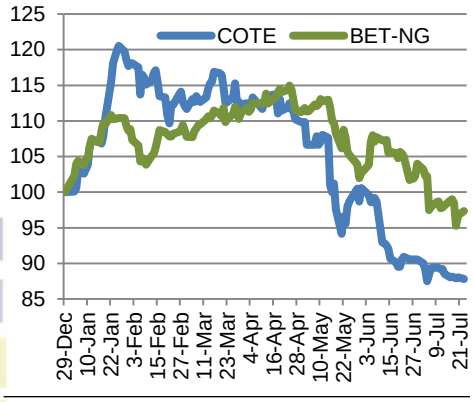
Sursa: BVB, 24 iulie 2018

Structura acționariat COTE la data de 31 martie 2018



Sursa: Raport trimestrul I 2018 Conpet, 24 iulie 2018

Evoluția normalizată a COTE vs BET-NG, YTD



Sursa: Bloomberg, 24 iulie 2018

Considerații

- Acțiunile COTE au înregistrat o apreciere de aproximativ 26% pe întreg anul 2017, incluzând evoluția prețului dar și dividendul de 16,58 lei/acțiune distribuit în luna iunie, respectiv dividendul suplimentar de 9,82 lei/acțiune distribuit în luna noiembrie a anului trecut.
- Un aspect important de luat în considerare este faptul că societatea reușește să-și finanțeze activitatea de investiții din cota de modernizare și din alte surse proprii de finanțare, astfel că aceasta nu este nevoită să apeleze la credite bancare interne și externe.
- Totuși, ar trebui să fim atenți la faptul că societatea este dependentă de nivelul de prelucrare a țițeiului din România, deoarece Sistemul Național de Transport operat de Conpet nu este interconectat la sisteme de transport internaționale, fapt ce ar putea influența negativ gradul de utilizare a SNT-ului și prin urmare ar afecta profitabilitatea societății.

Activitate

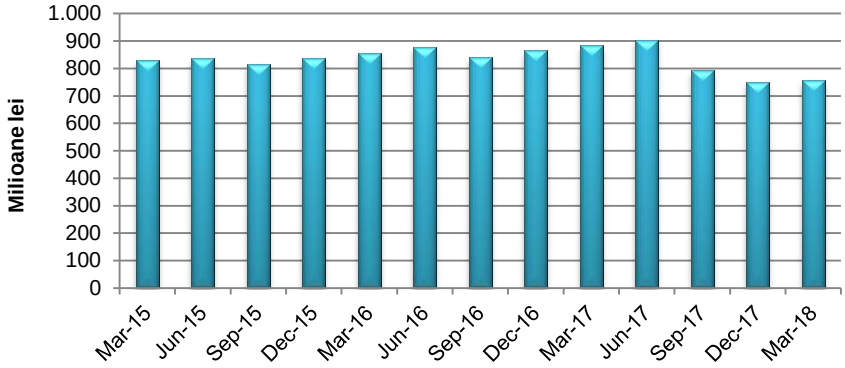
- Societatea Conpet s-a înființat în anul 1990 prin preluarea I.T.T.C. Ploiești, devenind astfel operatorul Sistemului Național de Transport al țițeiului, gazolinei, condensatului și etanului (SNT).
- Activitatea de bază a societății este de a presta servicii de transport pentru clienții săi atât prin SNT, în baza Acordului Petrolier de concesiune a activității de operare SNT încheiat cu ANRM în 2002, cât și pe calea ferată, de la rampele de încărcare la rafinării, pentru zonele care nu sunt racordate la conductele magistrale de transport.
- Acțiunile Conpet sunt listate la Bursa de Valori București încă din 5 septembrie 2013, având ca simbol bursier COTE.
- Sistemul Național de Transport al țițeiului, gazolinei, condensatului și etanului este compus din subsisteme de transport, grupate în funcție de produsele transportate, și anume:

Subsistem de transport:	Se transportă de la:	Transport producție internă prin:
Țiței și condensat țară	Unitățile de producție operate de OMV Petrom la rafinării	Conducte, calea ferată cu vagoane cisternă sau combinat
Gazolină	Degazolinările din Ardeal și Oltenia la rafinăria Petrobrazi	Conducte, calea ferată cu vagoane cisternă sau combinat
Etan	Platforma de deetanizare Turburea la rafinăria Arpechim Pitești*	
Țiței Import	Oil Terminal Constanța la rafinăriile din Ploiești, Arpechim-Pitești și Midia	

* Datorită inactivității rafinăriei Arpechim, subsistemul nu este utilizat și doar o porțiune din conductă este folosită pentru transportul condensatului de la depozitul Totea la rafinăria Petrobrazi

Sursa: Raportul anual al administratorilor 2017 Conpet

Evoluția trimestrială a activelor totale 2015- Martie 2018



Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

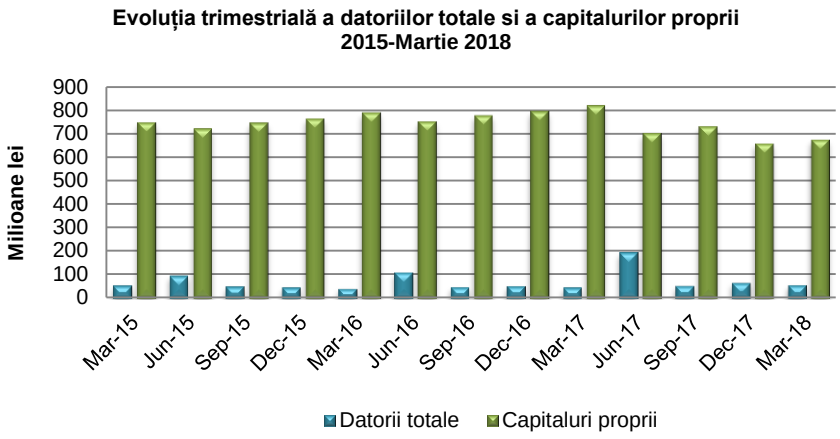
Evoluția activelor în Martie 2018				
Categorii de active (Milioane lei)	**Dec-17**	**Mar-18**	**Δ (%)**	**Δ (Milioane lei)**
Active imobilizate	**410,68**	**412,48**	**0,4%**	**1,80**
Imobilizări corporale	407,27	409,27	0,5%	1,99
Imobilizări necorporale	1,46	1,23	-15,8%	-0,23
Imobilizări financiare	0,97	0,86	-11,6%	-0,11
Creante privind impozitul pe profit amanat	0,97	1,12	15,4%	0,158
Active curente	**338,09**	**343,50**	**1,6%**	**5,412**
Stocuri	9,02	9,34	3,5%	0,32
Creanțe comerciale și alte creanțe	46,75	40,83	-12,7%	-5,92
Investiții pe termen scurt	70,62	70,78	0,2%	0,16
Numerar și echivalent de numerar	209,84	220,33	5,0%	10,48
Cheltuieli în avans	1,84	2,20	19,7%	0,36
Total Active	**748,77**	**755,99**	**1,0%**	**7,22**

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

- **Activele imobilizate ale societății au înregistrat o ușoară creștere în martie 2018** comparativ cu decembrie 2017 (+0,4%), în principal datorită unor intrări de active fixe în sumă mai mare decât suma amortizării înregistrată în primele 3 luni ale acestui an.
- **Activele curente ale Conpet au crescut cu 1,6% în martie 2018** față de nivelul înregistrat în decembrie 2017, în principal datorită creșterii cheltuielilor în avans, a stocurilor de material tubular uzat provenit în urma lucrărilor de înlocuiri conducte și a creșterii numerarului. Scăderea creanțelor societății cu 12,7% a diminuat creșterea înregistrată de celelalte elemente de active curente.
- Estimările noastre pentru finalul anului 2018 în ceea ce privește activele totale ale societății mizează pe o creștere a acestora cu 9,2% față de nivelul înregistrat în decembrie 2017, până la valoarea de 815,52 milioane lei. Această estimare include valoarea bugetată a unor investiții noi privind imobilizările necorporale, respectiv a unor investiții efectuate la imobilizările corporale existente (modernizări).

Active totale - estimări								
Milioane lei	**2015**	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
Active imobilizate	401,86	406,10	410,68	*473,81*	*469,25*	*469,41*	*497,61*	*517,87*
Necorporale	2,85	1,97	1,46	*3,84*	*3,84*	*3,84*	*4,26*	*5,07*
Corporale	398,70	403,47	407,28	*469,97*	*465,40*	*465,57*	*493,35*	*512,81*
Active circulante	430,66	458,56	336,25	*341,71*	*338,08*	*340,76*	*342,46*	*340,75*
Active totale	**832,52**	**864,66**	**746,93**	***815,52***	***807,33***	***810,17***	***840,07***	***858,62***

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Bugetul de Venituri și Cheltuieli 2018 Conpet



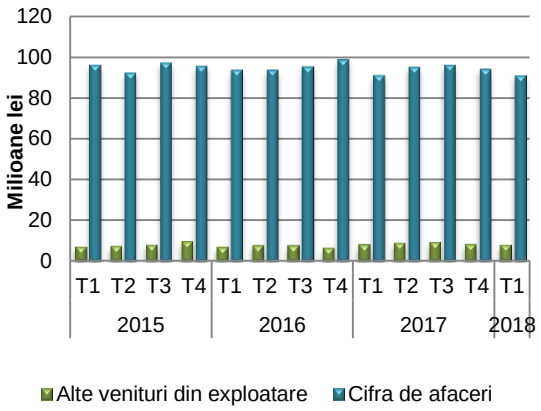
Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

Evoluția datoriilor și capitalurilor proprii în Martie 2018				
Categorii de pasive (Milioane lei)	**Dec-17**	**Mar-18**	**Δ (%)**	**Δ (Milioane lei)**
Capitaluri proprii	**658,39**	**675,42**	**2,6%**	**17,02**
Capital	28,56	28,56	0,0%	0
Rezerve din reevaluare	31,01	29,65	-4,4%	-1,35
Rezerve	484,21	489,77	1,1%	5,56
Rezultat reportat	40,21	115,95	188,4%	75,74
Rezultatul exercițiului	74,38	11,46	-84,6%	-62,92
Datorii totale	**66,69**	**56,29**	**-15,6%**	**-10,40**
Datorii curente	66,69	56,29	-15,6%	-10,40
Provizioane	22,34	22,98	2,8%	0,63
Venituri în avans	1,32	1,29	-2,5%	-0,03
Total Datorii și Capitaluri proprii	**748,77**	**755,99**	**1,0%**	**7,21**

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

- **Datoriile curente înregistrate de societate au scăzut cu 15,6% în primele 3 luni ale anului curent** comparativ cu decembrie 2017, în principal datorită scăderii datoriilor comerciale cu 35,1% și a creșterii altor datorii cu 4,8%, reprezentând în principal obligații în legătură cu personalul. Creșterea provizioanelor (+2,8%) a fost determinată de majorarea cu 3,5% a provizioanelor constituite pentru beneficiile angajaților, pe fondul creșterii provizionului pentru participarea salariaților la profit și de diminuarea provizioanelor constituite pentru beneficiile acordate la pensionare (având în vedere ponderea de 35% a angajaților cu vârsta cuprinsă între 51-60 ani).
- Furnizorii de bunuri și servicii pentru activitatea operațională a societății sunt reprezentați în principal de: OMV Petrom, SNTFM CFR Marfa, Alianz Țiriac, OMV Petrom Marketing, Prodial Tour și Engie România, iar valoarea achizițiilor de la acești furnizori în 2017 are o pondere de 55,48%, respectiv 59,06% (martie 2018) în totalul achizițiilor.
- În baza faptului că pentru perioada următoare societatea Conpet își finanțează investițiile din surse proprii, fără să apeleze la credite, estimările noastre mizează pe o scădere a datoriilor societății în 2018 la 50,71 milioane lei de la 66,69 milioane lei în 2017.
- Conpet a înregistrat în martie 2018 **capitaluri proprii în creștere cu 2,6%** față de decembrie 2017, în principal datorită:
  - plusului de 12,82 milioane de lei adus de creșterea rezultatului reportat și datorită diminuării rezultatului exercițiului,
  - creșterii cu 1,1% a rezervelor, pe seama majorării cu 5,56 milioane de lei a rezervei reprezentând cota de modernizare,
  - scăderii rezervelor din reevaluare cu suma de 1,36 milioane lei (-4,4%).
- În ipoteza menținerii provizioanelor la nivelul de 22,34 milioane lei, ca urmare a faptului că ponderea cea mai mare în societate o are personalul cu vârsta cuprinsă între 41-50 ani (43%), urmată de cea cu vârsta între 51-60 ani (35%) și a estimărilor realizate pentru datoriile societății, mizăm pe o creștere medie de 3,6% a capitalurilor proprii pe perioada 2018-2022.

Evoluția trimestrială a veniturilor din exploatare 2015-2017



Tarife pentru transport

Tarif Subs. Țară (lei/tonă)	Tarif Subs. Import (lei/tonă) – T1/2018					
	< 100 mii tone			> 100 mii tone		
T1/2018	Arpechim	Bazinul Ploiești	Petromidia	Arpechim	Bazinul Ploiești	Petromidia
84,98	38,85	38,00	8,00	16,60	16,00	7,33

Tarif Subs. Țară (lei/tonă)	Tarif Subs. Import (lei/tonă) – începând cu iunie 2018					
	< 120 mii tone			> 120 mii tone		
Începând cu aprilie 2018	Arpechim	Bazinul Ploiești	Petromidia	Arpechim	Bazinul Ploiești	Petromidia
84,98	38,85	38,00	27,00	16,60	16,00	24,74

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

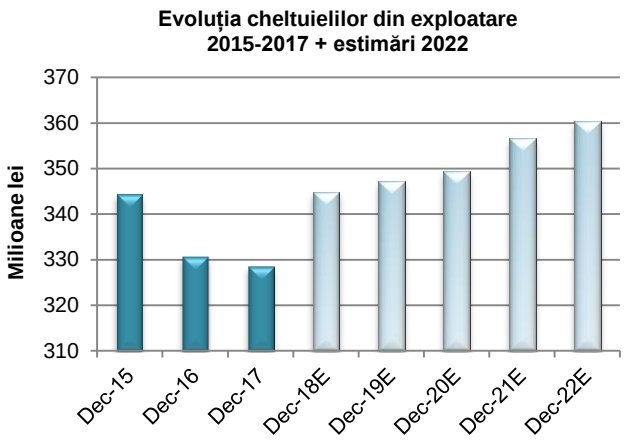
Evoluția veniturilor în T1/2018				
Categorii de venituri (Milioane lei)	**Mar-17**	**Mar-18**	**Δ (%)**	**Δ (Milioane lei)**
Cifra de afaceri	**91.06**	**90.96**	**-0,1%**	**-0,10**
Venituri totale din servicii de transport	*89.77*	*90.01*	0,3%	0,23
Venituri din chirii	*0,32*	*0,369*	13,2%	0,04
Alte venituri aferente cifrei de afaceri	*0,97*	*0,60*	-38,3%	-0,37
Alte venituri din exploatare	8.25	8.10	-1,8%	-0,15
Total Venituri din exploatare	**99.31**	**99.06**	**-0,2%**	**-0,25**
Venituri financiare	**0,96**	**1.05**	**9,8%**	**0,09**

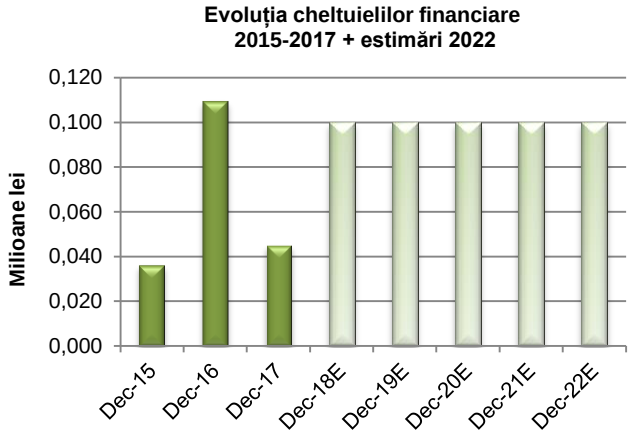
Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

- **Veniturile din exploatare ale societății au înregistrat o ușoară scădere (0,2%) în perioada ianuarie-martie 2018** comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut, în principal pe fondul diminuării cifrei de afaceri, care reprezintă aproximativ 92% din aceste venituri. În T1/2018, cantitatea transportată de către societate pe subsistemul de transport țară a scăzut cu 2,6% (23 mii tone), iar pe subsistemul de transport import a crescut cu 34,3% (222 mii tone), ajungând astfel la o cantitate totală transportată în sumă de 1.731 mii tone, în creștere cu 12,9% (199 mii tone) față de T1/2017. Acest fapt a condus la o creștere cu 0,3% a veniturilor totale din servicii de transport în T1/2018 comparativ cu perioada similară a anului trecut. Veniturile din servicii de transport reprezintă 98,96% din cifra de afaceri, diferența de 1,04% fiind reprezentată de venituri din închirieri de terenuri și echipamente de telecomunicații, servicii de manevră vagoane, vânzare de material tubular etc.
- În primele 3 luni ale anului curent, cheltuielile cu amortizarea imobilizărilor corporale finanțate din cota de modernizare reluate la venituri au scăzut cu 2,6% față de T1/2017, ceea ce a condus la diminuarea altor venituri din exploatare cu 1,8%).
- În BVC 2018, Conpet estimează pentru anul curent o cantitate totală transportată de 6,82 milioane tone, iar în 15 iunie 2018, ANRM a aprobat noile tarife de transport prin SNT al țițeiului, gazolinei, condensatului și etanului, aplicabile începând cu 19 iunie 2018. Prin urmare estimările noastre pentru 2018 mizează pe o creștere a veniturilor din activitatea de transport la 381,23 miloane lei de la 372,36 milioane lei (2017), ceea ce implică o creștere a cifrei de afaceri la 385,21 milioane lei (+2,3%).

Venituri din exploatare - estimări								
Milioane Lei	**2015**	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
Cifra de afaceri	381,35	381,65	376,69	*385,21*	*390,20*	*388,65*	391,03	393,04
Alte venituri din exploatare	32,42	29,28	34,88	*36,22*	*37,57*	*38,91*	39,30	38,90
Total Venituri din exploatare	**413,78**	**410,93**	**411,57**	***421,44***	***427,77***	***427,56***	***430,32***	***431,95***

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Bugetul de Venituri și Cheltuieli 2018 Conpet



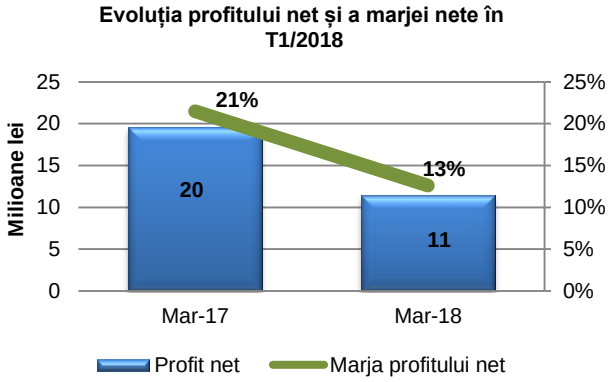


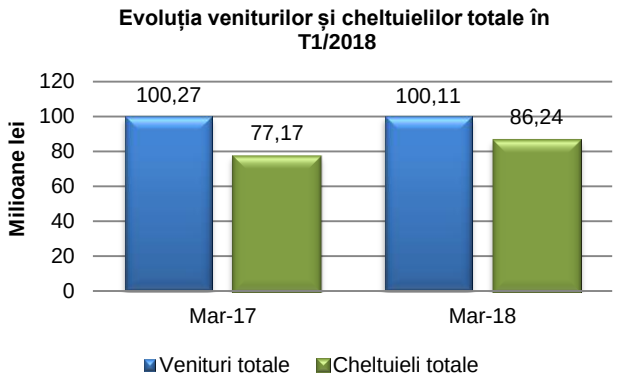
Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

Evoluția cheltuielilor în T1/2018				
Categorii de cheltuieli (Milioane lei)	**Mar-17**	**Mar-18**	**Δ (%)**	**Δ (Milioane lei)**
Cheltuieli cu stocurile și alte cheltuieli externe	1.52	1.63	6,8%	0,10
Cheltuieli cu energia și apa	3.06	3.68	20,3%	0,62
Cheltuieli cu personalul	24.76	31.69	28,0%	6.93
Ajustări de valoare privind imobilizările	11.09	11.22	1,2%	0,13
Ajustări cu activele curente	-0,03	-0,02	n.a.	n.a.
Cheltuieli cu serviciile prestate de terți	24.28	24.02	-1,1%	-0,26
Alte cheltuieli	13.34	13.39	0,4%	0,05
Ajustări privind provizioanele	-0,86	0,63	n.a.	n.a.
Total Cheltuieli de exploatare	**77.17**	**86.24**	**11,8%**	**9.08**
Cheltuieli financiare	**0,009**	**0,001**	**-88,9%**	**-0,008**

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

- **Cheltuielile de exploatare ale societății au crescut cu 11,8% în T1/2018** comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut, în principal ca urmare a creșterii cheltuielilor cu personalul (28%), pe fondul negocierii noului contract colectiv de muncă și al majorării salariului minim brut, respectiv ca urmare a creșterii cheltuielilor cu energia și apa (20,3%).
- Potrivit Bugetului de venituri și cheltuieli 2018, Conpet a estimat pentru anul curent cheltuieli cu personalul în creștere cu 22,23% față de nivelul prelimiar din 2017. În baza acestei estimări și a faptului că aceste cheltuieli au cea mai mare pondere în totalul cheltuielilor din exploatare (40%), estimările noastre mizează pe o creștere a cheltuielilor din exploatare cu 4,9% ajungând în 2018 la 344,75 milioane lei de la 328,51 milioane lei (2017). Pentru anul 2019, Conpet a bugetat o creștere cu 4,1 milioane lei a cheltuielilor cu personalul, în timp ce pentru anul 2020, acestea au fost bugetate în creștere cu 0,5 milioane lei.
- În ceea ce privește cheltuielile financiare ale societății, acestea au scăzut cu 88,9% în primele 3 luni ale anului curent comparativ cu perioada similară a anului trecut. Estimările noastre pentru perioada 2018-2020 se bazează pe previziunile realizate de Conpet, și anume bugetarea cheltuielilor financiare la un nivel de 100 de mii lei, în baza existenței diferențelelor nefavorabile de curs valutar aferente plăților efectuate în valută, respectiv reevaluării soldului conturilor de disponibilități în valută. Pentru anul 2021 și 2022, am păstrat același nivel de 100 de mii lei pentru aceste cheltuieli.





Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare COTE

Sumarul Contului de Profit și Pierdere 2015-2017 și estimări								
Milioane lei	**2015**	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
Venituri din exploatare	413,78	410,93	411,57	*421,44*	*427,77*	*427,56*	*430,32*	*431,95*
Cheltuieli de exploatare	344,25	330,62	328,51	*344,75*	*347,13*	*349,31*	*356,59*	*360,41*
EBIT	69,53	80,31	83,05	*76,69*	*80,63*	*78,25*	*73,73*	*71,54*
EBITDA	120,56	120,62	127,63	*120,44*	*127,25*	*127,90*	*126,62*	*127,89*
Profit brut	75,29	84,03	86,62	*78,15*	*81,93*	*79,50*	*74,99*	*72,82*
Profit net	63,20	71,55	74,39	*65,65*	*68,83*	*66,78*	*62,99*	*61,17*
Dividend (lei/acțiune)	7,30	26,40	8,04	*6,82*	*7,16*	*6,94*	*6,55*	*6,36*

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Bugetul de Venituri și Cheltuieli 2018 COTE

Tabel indicatori Conpet								
Indicatori	**2015**	**2016**	**2017**	**2018E***	**2019E***	**2020E***	**2021E***	**2022E***
P/E	10,63	9,53	11,57	14,99	14,30	14,74	15,63	16,09
P/B	0,88	0,86	1,31	1,33	1,34	1,34	1,29	1,26
P/S	1,76	1,79	2,28	2,56	2,52	2,53	2,52	2,50
EV/EBITDA	5,57	5,66	6,74	8,17	7,74	7,70	7,77	7,70
ROA	7,59%	8,27%	9,96%	8,05%	8,53%	8,24%	7,50%	7,12%
ROE	8,27%	8,99%	11,30%	8,84%	9,36%	9,08%	8,28%	7,84%
DY	9,41%	33,50%	8,09%	5,67%	5,94%	5,77%	5,76%	5,59%
Dividend (lei/acțiune)	7,30	26,40	8,04	6,45	6,76	6,56	6,55	6,36
Marja EBITDA	31,61%	31,61%	33,88%	31,27%	32,61%	32,91%	32,38%	32,54%
Marja EBIT	18,23%	21,04%	22,05%	19,91%	20,66%	20,13%	18,86%	18,20%
Marja profitului net	16,57%	18,75%	19,75%	17,04%	17,64%	17,18%	16,11%	15,56%

**Indicatori calculați la prețul target înaintat de BRK Financial Group*

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Bugetul de Venituri și Cheltuieli 2018 COTE

- În primele trei luni ale anului curent, veniturile totale ale societății au scăzut cu 0,2%, iar cheltuielile totale au crescut cu 11,8% față de perioada similară a anului trecut. Pe fondul acestei evoluții **rezultatul net al societății a scăzut cu 41,4% în perioada ianuarie-martie 2018** comparativ cu aceeași perioadă a anului 2017.
- În ipoteza unei creșteri a cantităților transportate și a modificărilor tarifelor ajustate cu inflația, cel mai probabil societatea își va crește cheltuielile, prin urmare pentru perioada 2018-2022 ne așteptăm la o medie a profitului net în sumă de 65,1 milioane lei.
- În baza politicii de dividende stabilită de Conpet pentru perioada 2018-2020, estimările noastre mizează pe o rată de distribuție a dividendelor de 85% din profitul net, astfel că pentru anul 2018, am estimat un dividend brut în sumă de 6,45 lei/acțiune, care corespunde unui randament de 5,70%, calculat la prețul target înaintat de noi. Pentru perioada 2021-2022, am luat în considerare o rată de distribuție a dividendelor de 90% din profitul net.
- Un aspect important de menționat este faptul că veniturile bugetate ale Conpet sunt dependente de societățile care au ca obiect de activitate preluarea țițeiului în România, ca urmare a faptului că Sistemul Național de Transport operat de Conpet nu este intreconectat la alte sisteme de transport regionale externe. Acest aspect ar putea afecta profitabilitatea societății pe viitor.

Conducerea societății

Consiliul de Administrație ales în AGOA din 17 mai 2018	
Stan - Olteanu Manuela - Petronela	Președinte
Văduva Constantin	administrator
Iacob Constantin - Ciprian	administrator
Popa Claudiu - Aurelian	administrator
Matei Ion - Cristian	administrator
Gavrilă Florin - Daniel	administrator
Ilași Liviu	administrator

Sursa: BVB, Conpet

- AGOA din data de 5 martie 2018 a hotărât aprobarea dlui. Matei Ion – Cristian în calitate de administrator provizoriu până în data de 28 martie 2018. Ulterior, în 17 mai 2018, AGOA societății a aprobat alegerea unui nou Consiliu de Administrație format din 7 membri pe durata a 4 luni, respectiv până la data de 17 septembrie 2018.
- În data de 25 mai 2018, Consiliul de Administrație a aprobat prelungirea duratei mandatului dlui. Dan – Silviu Baciu în funcția de Director General, pe o perioadă de 4 luni, respectiv până la data de 6 octombrie 2018.
- Consiliul de Administrație al societății, întrunit în ședința din data de 18 iulie 2018, a convocat AGOA pentru data de 22 (23) august 2018 având pe ordinea de zi, printre altele, aprobarea alegerii unui nou Consiliu de Administrație format din 7 membri.

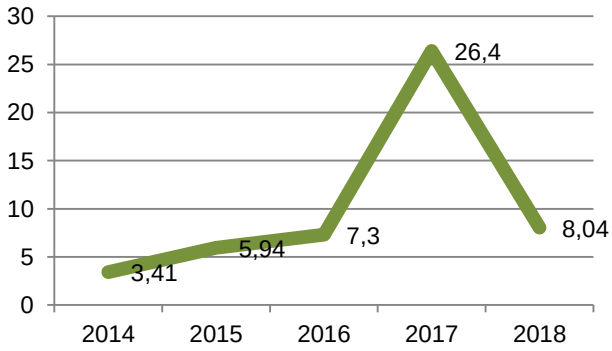
Politica de dividende

Dividende acordate – istoric

An	Dividend brut (lei/acț.)	Rata de distribuire a dividendelor brute (%)	Data de înregistrare	Data plății
2017	8,04	90%	12-Jun-18	28-Jun-18
2016	9,82		10-Nov-17	28-Nov-17
2016	16,58	92%	30-Jun-17	20-Jul-17
2015	7,30	93%	6-Jul-16	21-Jul-16
2014	5,94	91%	3-Jul-15	23-Jul-15
2013	3,41	85%	19-May-14	1-Jul-14

Sursa: BVB, Raportul anual al administratorilor 2017, Conpet

Evoluția Dividendului brut (lei/acțiune)



Sursa: Prelucrări BRK Financial Group

- În 2017 au fost distribuite dividende în valoare de 26,4 lei/acțiune, provenit din dividendul de 16,58 lei/acțiune distribuit în iunie 2017, respectiv dividendul suplimentar de 9,82 lei/acțiune distribuit în noimebrie 2017. Dividendul suplimentar în valoare de 9,82 lei/acțiune a fost acordat în anul 2017 din repartizarea sumei de 85 milioane de lei, reprezentând rezerve din surse proprii de finanțare și din rezultatul reportat provenit din trecerea la IFRS (mai puțin IAS 29). Ca urmare a solicitării statului pentru distribuirea dividendului suplimentar, acesta a fost aprobat în ședința AGOA din data de 25 octombrie 2017 de către acționarii înscriși la data de înregistrare din 10 noiembrie 2017.
- Propunerile de repartizare a profitului net s-au făcut conform prevederilor Ordonanței Guvernului nr. 64/2001 privind repartizarea profitului la societățile naționale și societățile comerciale cu capital integral sau majoritar de stat, cu modificările ulterioare. Nevoia de bani a statutului a condus la aprobarea unui Memorandum care presupune repartizarea unei cote de minim 90% din profitul net realizat al anului 2016, respectiv 2017 sub formă de dividende.
- Strategia Conpet în relația cu investitorii este de a crește valoare dividendului și de a-și maximiza randamentul capitalului investit. Astfel că în ultimii 6 ani, societatea a distribuit dividende cu o rată de distribuție cuprinsă între 85% și 93%, menținând o rată de 85% și în proiecția bugetară pe următorii 2 ani.

- În vederea realizării unei evaluări a acțiunii COTE am folosit metoda comparativă, respectiv modelul DCF (Discounted Cash Flow Model) pentru o perioadă de 5 ani și am luat în considerare următorii factori:
  - Rf – rata activului fără risc
  - (Rf – Rm) – prima de risc de piață
  - rata de creștere de 1,6%
- Mediul macroeconomic din România afectează situația financiară a companiei, astfel că, apariția unor condiții macroeconomice nefavorabile ar putea avea un impact negativ asupra cantităților de țiței transportate de societate, ceea ce ar putea duce la o scădere a veniturilor acesteia. Având în vedere că dezvoltarea și activitatea societății depind într-o mare măsură de mediul macroeconomic, am luat în considerare o rata de creștere de 1,6%, ce reprezintă de fapt creșterea reală a PIB-ului ajustată cu rata inflației (estimare BNR pentru 2018)
- Având în vedere statutul de piață de frontieră a României, este dificil să se găsească obligațiuni guvernamentale pe termen lung care să aibă o lichiditate suficientă, astfel că pentru calcularea ratei activului fără risc am luat în considerare rata inflației și rata activului fără risc din SUA, respectiv rata inflației a României. Rentabilitatea pieței (Rm) a fost obținută ca medie aritmetică a indicelui de referință BET-BK pe perioada 30 aprilie 2012-11 iulie 2018 (date lunare), care cuprinde acțiunile celor mai lichide 25 societăți locale sau străine admise la tranzacționare pe piața reglementată.
- În ceea ce privește metoda de evaluare comparativă, am luat în considerare media societăților cu capitalizare bursieră peste 100 milioane de lei, care își desfășoară activitatea pe piețele emergente la nivel global.
- În urma aplicării celor două metode, **estimăm un preț țintă de 113,7 lei/acțiune**, cu 30,2% peste prețul de închidere din data de 23 iulie 2018 (87,3000 lei/acțiune). Prețul țintă de 113,7 lei/acțiune a fost obținut ca medie aritmetică simplă a prețurilor target obținute pentru fiecare din cele două metode de evaluare prezentate mai jos. Așadar, prețul propus corespunde unei **recomandări de cumpărare pentru acțiunile COTE**, deoarece potențialul de apreciere depășește pragul de 15%.

Modelul DCF

Mil. LEI	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	76,69	80,63	78,25	73,73	71,54
EBIT(1-tax rate)	12,27	12,90	12,52	11,80	11,45
D&A	43,75	46,61	49,65	52,89	56,35
CAPEX	57,51	60,11	59,74	43,63	43,63
ΔCL	2,45	16,38	0,24	-2,66	-0,82
FCFF	**48,22**	**37,85**	**55,40**	**73,86**	**73,64**
Factorul de discount	1,00	0,91	0,83	0,76	0,69
Valoarea prezentă	48,22	34,53	46,10	56,06	50,99
Valoarea finală	931,40				
EV	1.220,36				
Numerarul net	280,47				
Equity value	939,89				
Număr acțiuni	8,66				
Preț target obținut (lei/acț.)	**108,56**				

Calcul WACC 2018-2022E	
Rf	4,75%
Rm	0,61%
Beta	1,18
Rf-Rm	4,14%
WACC	**9,62%**

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare COTE, Bloomberg - 20 iulie 2018, BNR

Indicatori de evaluare	Conpet	Media	Preț obținut
P/E	10,16	13,41	115,2223
P/B	1,12	1,95	152,1301
P/S	2,01	2,05	89,1946
	Preț target obținut (lei/acț.)		**118,8**

Rezultate finale	
Prețul target final (lei/acț.)	**113,7**
Potențial de apreciere	**30,2%**

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare COTE, Bloomberg – 24 iulie 2018

** Calculat la prețul din 23 iulie 2018 (87,3000 lei/acțiune)*

• Tabelul de mai jos prezintă o comparație cu câțiva emitenți similari din punct de vedere al capitalizării bursiere și activității, situați la nivel global (piețe emergente). Dacă facem o comparație cu societatea Reliance Indus Infrastruct care are o capitalizare bursieră de 363,49 milioane lei, putem observa ca acțiunea COTE este ieftină raportată la următorii multiplii de preț: P/E, P/B, P/S și EV/EBITDA.

• Putem observa că societatea Klaipedos Nafta AB are o capitalizare bursieră de 933,99 milioane lei apropiată de cea a Conpet, iar multiplii de preț sunt comparabili.

Emitenți	Capitalizare bursieră	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	ROE (%)	ROA (%)
Reliance Indus Infrastruct	363,49 (Mil. Lei)	64,68	1,95	7,09	39,26	3,06	2,70
Klaipedos Nafta AB	933,99 (Mil. Lei)	13,41	1,00	1,89	6,09	8,66	6,26
Jadranski Naftovod D.D.	3,04 (Mld. Lei)	16,56	1,23	7,05	9,86	7,52	7,04
Gas Malaysia BHD	3,70 (Mld. Lei)	18,84	3,76	0,68	11,55	20,02	9,13
Conpet	**755,8 (Mil. Lei)**	**10,16**	**1,12**	**2,01**	**5,70**	**8,86**	**8,09**

Sursa: Bloomberg - 24 iulie 2018

Investiții

Evoluția investițiilor realizate comparativ cu cele bugetate, estimări

Mil.LEI	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Media – 6 ani	2018E	2019E	2020E	Media – 3 ani
CAPEX bugetat	61,38	62,30	50,00	51,90	56,98	64,27	57,80	76,63	80,10	79,60	78,78
CAPEX realizat	58,02	40,42	30,52	38,20	45,41	49,20	43,63				
% realizat/bugetat	94,52%	64,89%	61,04%	73,60%	79,70%	76,55%	**75,05%**				
CAPEX estimat								***57,51***	***60,11***	***59,74***	***59,12***

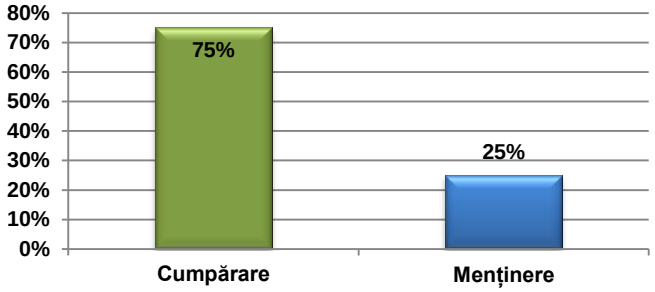
Sursa: Calcule BRK Financial Group după Bugetul de Venituri și Cheltuieli 2018 COTE

• Pe perioada 2012-2017, în medie, Conpet și-a bugetat investiții totale în sumă de 57,8 milioane de lei, însă a realizat doar 75,05% din investițiile programate, ceea ce înseamnă o medie de 43,63 milioane de lei. În baza faptului că programul de investiții al societății nu a fost realizat în proporție de 100%, estimările noastre pentru perioada 2018-2020 mizează pe o medie a investițiilor totale în sumă de 59,12 milioane lei, reprezentând 75,05% din investițiile totale.

• Programul de investiții are în vedere reabilitarea conductelor pentru transport țiței și gazolină, lucrări energetice, precum și lucrări asupra instalațiilor, echipamentelor și dotărilor aferente SNT-ului. Prin urmare, în primele trei luni ale anului curent s-a finalizat procedura de achiziție pentru 19 obiective de investiții, inclusiv dotări și utilaje independente, respectiv au fost puse în funcțiune următoarele lucrări importante:

- Modernizarea centralei termice și rețelei de termoficare în punctul de lucru Marghita;
- Modernizarea instalațiilor de iluminat exterior prin utilizarea surselor în tehnologia LED Divizia Vest și Divizia Import în locațiile Pecica, Orlești și Biled
- Mărire capacitate de transport radiorelee microunde pe tronsonul Bărăganu – Constanța, respectiv upgrade la software-ul sistem radiorelee microunde.

Istoric recomandări BRK Financial Group valabile la data de 20 iulie 2018



Istoric Prețuri target BRK Financial Group						
Data analizei	Simbol	Recomandare	Preț țintă	Preț din piață la data analizei	Analist	Data la care a fost atins prețul țintă
24.10.2017	BIO	Menținere	0,331	0,3	Maria VLAD	26.04.2018
31.01.2018	SNP	Cumpărare	0,375	0,312	Maria VLAD	
23.04.2018	TGN	Cumpărare	477,5	415	Maria VLAD	
24.07.2018	COTE	Cumpărare	113,7	87,3	Maria VLAD	

Sursa: Centralizare pe baza analizelor realizate de către analiștii BRK Financial Group

DISCLAIMER

Departamentul de Analiză emite recomandări care se bazează pe informații obținute din surse de informare publică considerate de încredere, dar pentru a căror acurateț și caracter complet nu ne asumăm responsabilitatea. Toate estimările și opiniile incluse în prezentul raport reprezintă judecata independentă a analiștilor la data publicării. Ne rezervăm dreptul de a modifica opiniile exprimate în acest raport în orice moment fără notificare prealabilă. Analizele realizate au scop exclusiv informativ și nu constituie o ofertă de vânzare sau cumpărare a instrumentului financiar prezentat. Niciun material, conținut sau orice copie a acestora nu poate fi modificat, transmis, copiat sau distribuit oricărei alte părți fără permisiunea BRK Financial Group.

Autorii acestei analize atestă faptul că nu au fost remunerați direct sau indirect pentru a exprima opiniile și recomandările din acest document. De asemenea, opiniile exprimate în analiză reflectă cu acurateț propriile convingeri despre instrumentele financiare prezentate.

Sistem de recomandări :

Cumpărare: este estimat că instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă
Mentinere: este estimat că instrumentul financiar va genera un randament între -15% și 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă
Vânzare: este estimat că instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% în urmatoarele 12 luni, conform cu prețul țintă
Restricționat: divulgarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar este temporar restricționată pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)
Acoperire în tranziție: datorită schimbărilor în echipa de analiză, furnizarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.