

17 Februarie 2022

Sectorul Energetic

S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG RO)

Cumparare

Explorarea oportunitatilor; CUMPARARE

Pret tinta (Randament %):	47.1 lei (27%)
Pret curent:	37 lei
Capitalizare:	14.261 milioane lei
Lichiditate medie (RON/EUR)	2.3m/0.5m

- **Initiem acoperire cu recomandare de CUMPARARE si un pret tinta de 47.1 lei calculat prin metoda fluxurilor de numerar actualizate. Potentialul de crestere este de 27% fata de pretul actual de 37 lei.** In sedinta AGEA Romgaz din 10 decembrie 2021 a fost aprobata tranzactia de achizitie a 100% din capitalul social al ExxonMobil Exploration and Production Romania Limited (tranzactia este estimata a fi finalizata in primul trimestru din anul 2022). Cu includerea proiectului Neptun Deep, potentialul de crestere este de aproximativ 50% fata de pretul actual.

- **Proiectul Neptun Deep** reprezinta o oportunitate pentru Romania, avand potentialul de a deveni un important producator de gaze in Europa. In sedinta AGEA Romgaz din 10 decembrie 2021 a fost aprobata contractarea unui imprumut in valoare totala de 325 milioane euro, in vederea acoperirii unei parti din pretul tranzactiei de achizitie. Exxon detinea 50% din drepturile dobandite si obligatiile asumate prin Acordul de concesiune pentru explorare, dezvoltare si exploatare petroliera in perimetrul XIX Neptun Zona de Apa Adanca.

- **Evolutia pretului gazului** este rezultatul unei combinatii intre cresterea robusta a cererii, pe masura ce economiile se redreseaza dupa blocajele din 2020 cauzate de pandemie, o succesiune de episoade meteorologice extreme care au generat un consum suplimentar de gaz si o aprovizionare mai restransa decat era de asteptat. Pretul mediu al gazului de la bursa de gaze din Viena, Central European Gas Hub (CEGH), a fost de peste 4x mai mare in 2021 comparativ cu anul 2020, inregistrand in luna decembrie un maxim de 170 EUR/MWh. In ceea ce priveste Romgaz, pentru anul 2022 estimam o crestere semnificativa a veniturilor din vanzarea gazelor ca urmare a cresterii preturilor de livrare.

- **Romgaz a distribuit dividende in procent de peste 50%** in anii precedenti, oferind randamente atractive pentru investitori. In anul anterior, dividendul brut a fost de 1.63 lei/actiune. In situatia mentinerii acestui dividend, randamentul obtinut ar fi de 4.4% la pretul de inchidere din data de 16 februarie 2022.

- **Potentiale riscuri la recomandarea noastra** sunt legate de intarzierea modificarii legii offshore care blocheaza demararea proiectelor energetice in Marea Neagra, intarzierea punerii in functiune a noii centrale de la Iernut, dar si instabilitatea politica la nivel national cu privire la reglementarile din domeniul energiei.

Departament Analiza

0364 401 709 (int 3025)

analiza@brk.ro

Date despre actiuni

Pretul minim/maxim (lei) in 52 sapt	30.2 – 39.2
Dividend pe actiune 2020 (lei)	1.79
Numar total actiuni (milioane)	385.4

Actionari (%)

Statul Roman prin Ministerul Economiei, Energiei si Mediului de Afaceri	70.0%
Alti actionari	30.0%

Performanta actiunilor (%)

	YTD	1 sapt.	1 luna	6 luni	12 luni
Variatie	-5.1	-1.6	-0.1	14.0	13.3
Relativ la BET	-7.8	-1.4	0.4	3.5	-15.3

SNG – evolutia pretului actiunii



Sursa: BVB

Indicatori cheie	2019	2020	2021E	2022E
Cifra de afaceri (mii. RON)	5,080,482	4,074,893	6,163,182	10,452,752
Evolutia veniturilor (%)	1.5%	-19.8%	51.2%	69.6%
EBITDA (mii. RON)	2,713,562	2,067,726	2,599,527	3,442,943
Marja EBITDA (%)	53.4%	50.7%	42.2%	32.9%
EBIT (mii. RON)	1,261,796	1,395,663	1,910,586	2,717,716
Marja EBIT (%)	25%	34%	31%	26%

Sursa: Romgaz, BRK

17 Februarie 2022

Evaluarea companiei

Initiem acoperire cu recomandare de CUMPARARE si un pret tinta de 47.1 lei/actiune, calculat prin metoda fluxurilor de numerar actualizate. Potentialul de crestere este de 27%, fata de pretul actual de 37 lei/actiune. Cu includerea proiectului Neptun Deep, a carui valoare o estimam la 3,2 miliarde lei (50% participatie) potentialul de crestere ar putea ajunge chiar si pana la 50%.

In sedinta AGEA Romgaz din 10 decembrie 2021 a fost aprobata tranzactia de achizitie a 100% din capitalul social al ExxonMobil Exploration and Production Romania Limited, care detine 50% din drepturile dobandite si obligatiile asumate prin Acordul de concesiune pentru explorare, dezvoltare si exploatare petroliera in perimetrul XIX Neptun Zona de Apa Adanca (tranzactia este estimata a fi finalizata in primul trimestru din anul 2022). Zacamintele pentru aceasta zona sunt estimate la 42-84 de miliarde metri cubi de gaze.

In anul 2021, o serie de factori au determinat cresterea cererii pentru energie, ceea ce a condus la majorarea preturilor, Romgaz inregistrand venituri semnificativ mai ridicate (cota de piata a companiei este de aproximativ 55%). Pentru anul 2022, previzionam o crestere a veniturilor din productia si livrarea de gaze cu aproximativ 80% comparativ cu anul 2021. Punerea in functiune a noii centrale de la Iernut, estimata pentru trimestrul al patrulea din anul 2023, va ajuta compania sa isi creasca semnificativ productia de energie electrica.

Rata de actualizare (WACC) folosita pentru estimarea valorii prezente a fluxurilor de numerar viitoare ale Romgaz este de 11.2%.

Pret (16 Feb. 2022) 37 lei
Pret tinta 47 lei

Romgaz detine o cota de piata de aproximativ 55%, fiind unul dintre cei mai mari producatori si un principal furnizor de gaze naturale in Romania. Evolutia ascendenta a pretului gazului din ultimul an, care continua si in 2022, impreuna cu proiectele de dezvoltare ale companiei si putea aduce venituri semnificativ mai ridicate.

Scenariu optimist 55 lei

Dezvoltarea proiectului Neptun Deep, de unde ar putea fi extrase peste cinci ani gaze naturale cu o capacitate de cca. 10 miliarde m³/an ar putea sustine expansiunea companiei.

Scenariu pesimist 30 lei

Instabilitatea politica la nivel national, intarzierea modificarii legii offshore si intarzierea punerii in functiune a noii centrale de la Iernut ar putea afecta performanta financiara a companiei.

Figura 1: DCF

mii RON	2022E	2023E	2024E	2025E
Profit operational net	2,282,881	2,144,815	2,065,756	1,858,546
Plus: Deprecierea si amortizarea	725,227	765,987	810,822	858,967
Minus: CAPEX	(776,370)	(854,007)	(939,407)	(986,378)
Minus (cresterea)/scaderea capitalului de lucru	(622,957)	(53,204)	(113,160)	202,790
FCFF	1,608,782	2,003,592	1,824,012	1,933,926
Rata de actualizare	11.2%			
Factor de actualizare	1.00	0.90	0.81	0.73
FCFF actualizat	1,608,782	1,802,195	1,475,749	1,407,399
Suma FCFF actualizate	6,294,125			
Valoarea terminala	11,543,815			
Valoarea companiei	17,837,940			
Plus: Numerar si echivalent de numerar la 30 sept. 2021	1,966,442			
Minus: Datorii totale la 30 sept. 2021	1,648,013			
Valoarea companiei	18,156,369			
Numar actiuni	385,422			
Valoarea pe actiune	47.1			
Pretul curent	37			
Potential de crestere	27%			

Sursa: Romgaz, BRK

Figura 2: Calculul valorii terminale

Profit operational net	1,858,546
x (1+ Rata de crestere reziduala)	1.00
Valoarea terminala a profitului operational net	1,858,546
Plus: Amortizarea si deprecierea normalizata	858,967
Minus: CAPEX normalizat	944,864
Minus: Capitalul de lucru normalizat	-
Valoarea terminala a Cash Flow-ului	1,772,650
/ Rata de capitalizare	8.95
x Factor de actualizare	0.7277
Valoarea terminala	11,543,815

Sursa: BRK

17 Februarie 2022

Figura 3: Analiza de senzitivitate

		Rata de crestere reziduala				
		-2%	-1%	0%	1%	2%
Rata de actualizare (WACC)	10.0%	46.7	49.1	52.0	55.5	59.9
	10.5%	45.0	47.2	49.8	52.9	56.7
	11.2%	43.0	44.9	47.1	49.8	53.0
	12.0%	40.8	42.4	44.3	46.5	49.2
	12.5%	39.5	41.0	42.7	44.7	47.1

Evaluare relativa

Din punct de vedere a evaluarii relative, mediana multiplilor EV/TTM EBITDA si P/E a companiilor pe care le-am considerat comparabile cu activitatea Romgaz este superioara multiplilor la care se tranzactioneaza Romgaz.

Conform datelor Bloomberg, Romgaz se tranzactioneaza la un multiplu EV/TTM EBITDA de 4.3x sub mediana companiilor selectate de 5.1x si la un multiplu P/E de 9.8x sub mediana companiilor analizate de 11.8x.

Datorita faptului ca aceste companii nu sunt pe deplin comparabile cu operatiunile Romgaz, aceasta analiza poate fi considerata doar o verificare a evaluarii realizate prin metoda DCFF.

Figura 4: Evaluare relativa

Nume companie	Simbol	Market Cap (milioane EUR)	EV/TTM EBITDA	P/E
LUNDIN ENERGY AB	LUNE SS	8,826	3.06	26.98
MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PL	MOL HB	6,141	3.09	4.35
OMV PETROM SA	SNP RO	5,481	2.55	9.46
HARBOUR ENERGY PLC	HBR LN	3,999	7.03	10.10
DNO ASA	DNO NO	1,295	2.98	18.97
CAPRICORN ENERGY PLC	CNE LN	1,243	7.29	17.47
HEADWATER EXPLORATION INC	HWX CN	1,124	24.20	28.13
TULLOW OIL PLC	TLW LN	840	6.14	4.77
SERICA ENERGY PLC	SQZ LN	821	8.85	3.11
MAUREL ET PROM	MAU FP	554	4.07	13.50
Mediana			5.10	11.80

Sursa: Bloomberg, BRK

17 Februarie 2022

Aspecte cheie in evaluarea companiei

Estimarea veniturilor pe segmente

Veniturile grupului Romgaz provin, in principal, din productia si livrarea de gaze naturale, din prestarea serviciului de inmagazinare subterana a gazelor naturale, din productia si furnizarea de energie electrica si alte servicii specifice.

La nivel national, liberalizarea pietei de gaze naturale a avut loc incepand cu data de 1 iulie 2020, iar liberalizarea pietei de electricitate a avut loc incepand cu 1 ianuarie 2021. In anul 2021, pretul gazului natural a crescut semnificativ la nivel european - referinta Dutch TTF, de la un pret de aproximativ 20 euro/MWh in luna ianuarie 2021, a ajuns la un pret maxim de 180 euro/MWh in luna decembrie 2021. Problemele au inceput din iarna trecuta, cand temperaturile mai scazute decat era de asteptat au dus la cresterea cererii de energie. Acest lucru a declansat o scadere semnificativa a rezervelor de gaze, care au ajuns in luna martie a anului precedent la un nivel de 30%. O data cu inceperea procesului de vaccinare, si activitatea economica a inceput sa creasca, ceea ce a determinat un nou val de cerere pentru energie. Lipsa unor cantitati suplimentare livrate de Rusia, principalul exportator de gaze al UE, a favorizat si mai mult majorarea pretului gazelor.

In ceea ce priveste veniturile din productia si livrarea de gaze naturale, estimam o crestere medie de 14% in perioada 2022-2025, cea mai semnificativa crestere fiind previzionata in anul 2022. Veniturile din activitatea de inmagazinare vor fi influentate in anul 2021 de cererea in crestere pentru gazul natural, pentru care ne asteptam la o scadere de aproximativ 30% ca urmare a volumelor mai mici inmagazinate. Ulterior ciclului de extractie 2020-2021, activitatea de inmagazinare nu mai este o activitate reglementata.

In ceea ce priveste productia de energie electrica pentru anul 2022, estimam o scadere a productiei cu peste 30% fata de anul 2020. O data cu punerea in functiune a noii centrale de la Iernut (cu o putere instalata cuprinsa intre 380 – 430 MW), estimata pentru trimestrul al patrulea din anul 2023 productia de energie electrica ar putea ajunge in 2025 sa fie de 3.5x mai mare fata de cea estimata pentru anul 2022. Veniturile acestui segment sunt influentate si de cresterea pretului energiei electrice, dar si de faptul ca incepand cu anul 2021 piata energiei electrice a fost liberalizata.

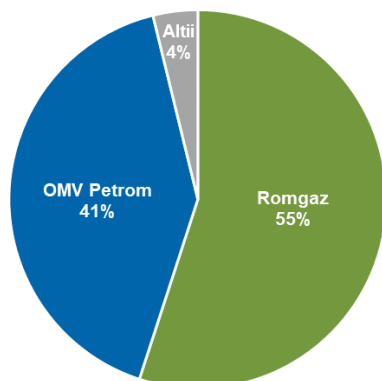
Figura 5: Estimarea veniturilor pe segmente

<i>mii RON</i>	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Gaz metan total livrat fara CTE Iernut si Cojocna (TWh)	47	53	53	53	53	53
Venituri din productia si livrarea gazelor	3,308,908	5,378,665	9,560,944	8,193,654	8,272,805	7,491,060
Venituri din servicii de inmagazinare	374,857	260,808	274,557	288,284	296,933	296,933
Venituri din energie electrica	189,289	297,209	386,372	401,827	648,950	817,677
Alte venituri	201,839	226,500	230,880	235,347	239,903	244,551
Total venituri	4,074,893	6,163,182	10,452,752	9,119,112	9,458,591	8,850,221

Sursa: Romgaz, BRK

17 Februarie 2022

Figura 6: Cota de piata Romgaz noiembrie 2021



Sursa: ANRE

Piata gazului

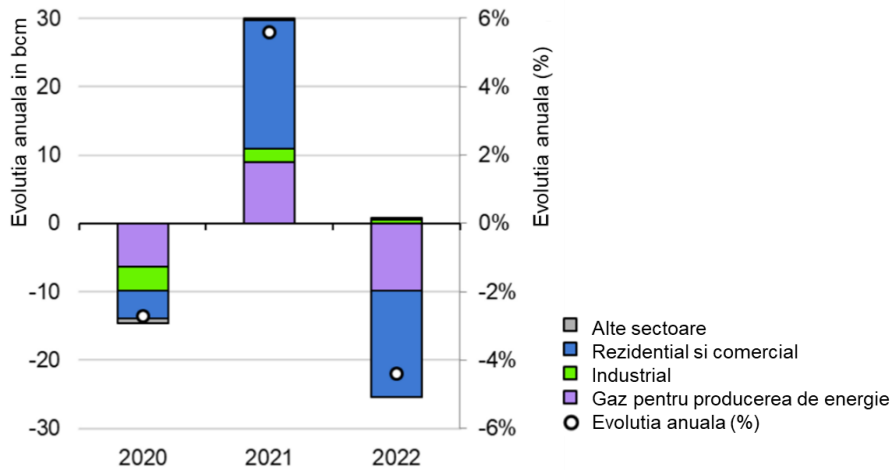
Cresterea pretului gazului natural din ultimele luni este rezultatul unei combinatii intre mai multi factori: o crestere robusta a cererii, pe masura ce economiile se redreseaza dupa blocajele din 2020 cauzate de pandemie; o succesiune de episoade meteorologice extreme care au generat un consum suplimentar de gaz si o aprovizionare mai restransa decat era de asteptat. Preturile mai ridicate la gaze si carbune, alaturi de majorarea pretului carbonului in Europa, au determinat preturi mai mari ale energiei in ansamblu. La nivel global, factorii cheie ai dinamicii pietei de energie in urmatoarele luni vor fi severitatea iernii, puterea tendintelor de crestere economica si amploarea intreruperilor neplanificate de aprovizionare.

Conform [informatiilor](#) publicate de catre IEA (International Energy Agency), in anul 2021, consumul de gaz la nivelul Europei a crescut cu aproximativ 5,5%. Temperaturile mai scazute inregistrate in luna noiembrie au sustinut cererea pentru spatiile din sectoarele rezidentiale si comerciale, crescand cererea de gaze cu 7% fata de aceeaasi perioada a anului 2020. Cererea anuala de gaze naturale in industrie a scazut cu aproximativ 5% in T4 2021. Preturile record ale gazului au dus la reducerea productiei la mai multe fabrici importante. Se previzioneaza ca cererea de gaze a Europei va scadea cu peste 4% in 2022. Acest lucru va fi determinat partial de consumul mai scazut de gaze in sectorul energetic, in scadere cu 6% fata de 2021. Totodata, se estimeaza ca productia de energie pe baza de gaz va scadea pe fondul expansiunii puternice a surselor regenerabile, in timp ce preturile ridicate ale gazului continua sa afecteze competitivitatea acestuia fata de generarea de energie pe baza de carbune. Se previzioneaza ca cererea de gaze din industrie va continua sa se redreseze, ajungand aproape de nivelurile inregistrate inainte de 2020.

Exporturile nete de gaz ale Rusiei catre Europa au crescut cu 4% in 2021, dar au ramas cu 4% sub nivelul din 2019. Aceste exporturi au fost sustinute in intregime de Turcia (in crestere cu peste 60% fata de anul trecut), in timp ce livrarile catre Uniunea Europeana au scazut cu 3% fata de anul trecut, din cauza fluxurilor de tranzit mai mici prin Belarus si Ucraina. Livrarile catre China prin Power of Siberia au fost mai mult decat dublu fata de 2020, ajungand la 10 miliarde metrii cubi.

17 Februarie 2022

Figura 7: Evolutia cererii de gaze in Europa (2020-2022)

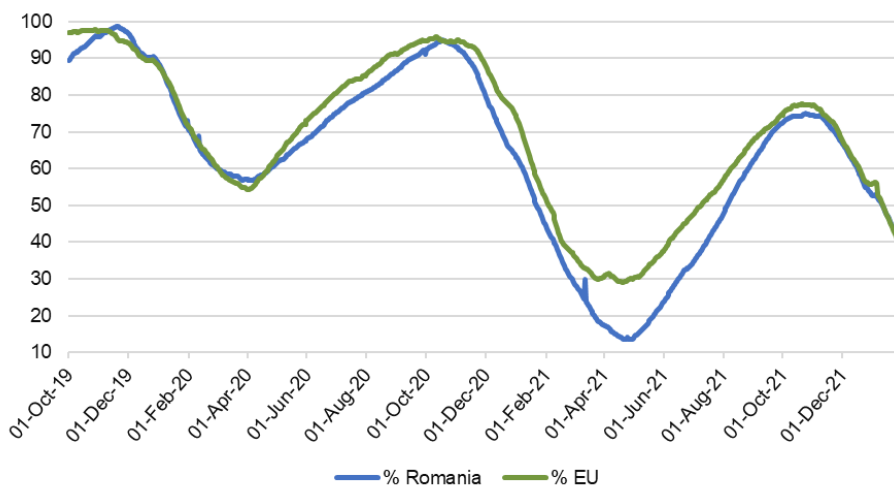


Sursa: IEA

Preturile, atat pentru gaze naturale, cat si pentru electricitate vor fluctua in Europa, in functie de temperaturi, puterea vantului si de multi alti factori. In acest sens, conditiile meteorologice vor afecta pietele atat din partea cererii, cat si a ofertei. Aceste fluctuatii pot fi accentuate de nivelurile reduse de stocare a gazelor naturale, deoarece acestea duc la niveluri de presiune mai scazute, care afecteaza capacitatea de a extragee gazul din locurile de stocare in perioadele de cerere mare.

In graficele de mai jos este prezentata evolutia rezervelor de gaze la nivelul UE si al Romaniei. Rezervele de gaz depozitate au atins in luna aprilie a anului 2021 un nivel de doar 14% (4.5 TWh) in Romania si de 30% (327 TWh) la nivelul UE. La finalul lunii ianuarie a acestui an, rezervele de gaze sunt la un nivel de aproximativ 40%, atat in Romania (12.5 TWh), cat si in UE (720.6 TWh).

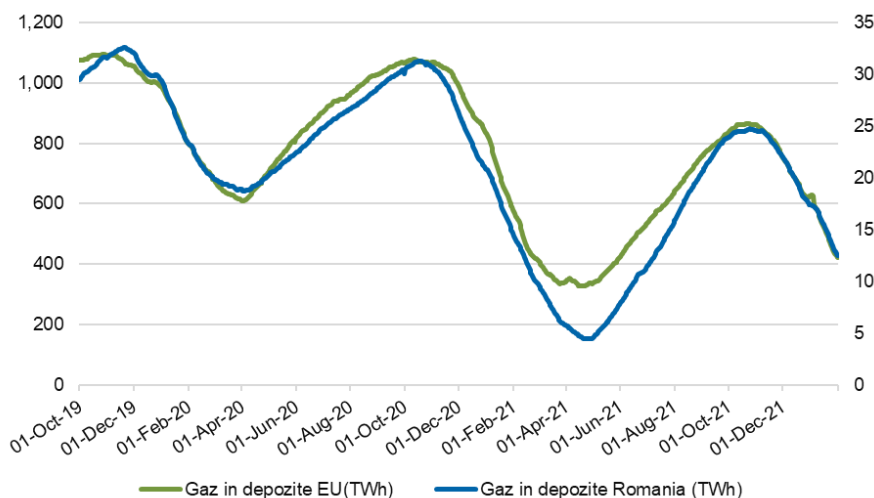
Figura 8: Rezervele de gaze in UE si Romania (%)



Sursa: Romgaz

17 Februarie 2022

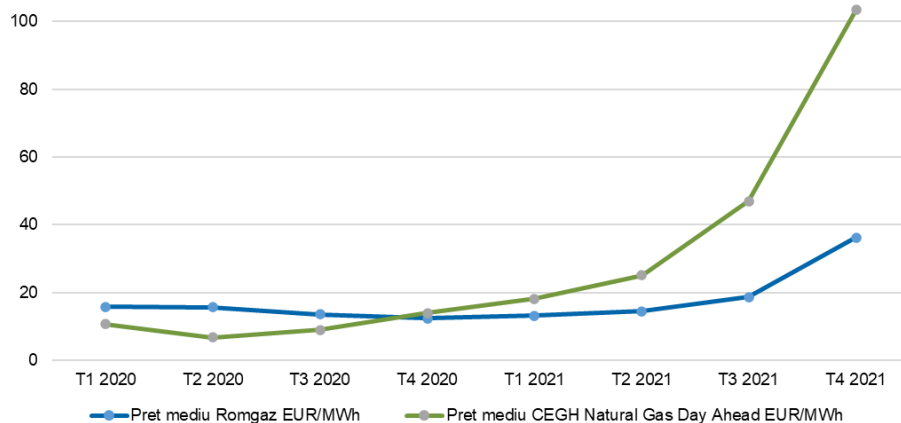
Figura 9: Rezervele de gaze in UE si Romania (TWh)



Sursa: Gas Infrastructure Europe (GIE)

Pretul mediu al gazului de la bursa de gaze din Viena, Central European Gas Hub (CEGH), este de peste 4x mai mare in 2021 comparativ cu anul 2020, ajungand in T4 al anului precedent la un pret mediu de peste 100 EUR/MWh (in crestere cu peste 7x comparativ cu acelasi trimestru al anului 2020). Acesta a inregistrat in luna decembrie un maxim de 170 EUR/MWh. In ceea ce priveste Romgaz, pentru T4 al anului 2021 estimam o crestere a pretului gazului de aproximativ 3x fata de aceeasi perioada a anului 2020.

Figura 10: Pretul gazului natural Romgaz vs. CEGH (EUR/MWh)



Sursa: Bloomberg

Modificarea legii offshore (cea care reglementeaza activitatile de explorare si exploatare in apele Marii Negre, in scopul deblocarii proiectelor de exploatare a zacamintelor de gaze naturale) trebuia sa aiba loc pana la finalul anului precedent, dar acest lucru nu s-a realizat. In acest moment, legea offshore prevede un impozit progresiv cuprins intre 30% si 70% asupra veniturilor suplimentare obtinute ca urmare a majorarii pretului gazului. Prin venit suplimentar se intelege diferenta dintre pretul mediu ponderat al gazelor naturale vandute din productia interna proprie din perimetrele offshore si pretul de achizitie a gazelor naturale din productia interna pentru clientii casnici si noncasnici in anul 2012, respectiv 45,71 lei/MWh, inmultita cu volumele de gaze vandute din productia interna din perimetrele offshore. Totodata, limita maxima a deductiei investitiilor in segmentul upstream nu poate depasi 30% din totalul impozitului pe veniturile suplimentare offshore. In plus, companiile au obligatia de a vinde 50% din productia de gaze pe bursa romaneasca.

17 Februarie 2022

Proiectul de lege pentru modificarea si completarea legii offshore prevede eliminarea impozitarii suplimentare a veniturilor obtinute, pentru preturi de vanzare de pana la 100 lei/MWh. In cazul veniturilor suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari de 100 lei/MWh, grila de impozitare de mentine. Limita maxima a deducerii investitiilor in segmentul upstream nu va depasi 60% din totalul impozitului pe veniturile suplimentare offshore. Procentele de calcul al impozitului se vor calcula pe baza preturilor de vanzare a gazelor naturale practicate de catre titularii de acorduri petroliere referitoare la perimetre petroliere offshore pe baza grilei de preturi de mai jos:

- a) 30% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 100 lei/MWh si mai mici sau egale cu 115 lei/MWh;
- b) 35% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 115 lei/MWh si mai mici sau egale cu 130 lei/MWh;
- c) 40% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 130 lei/MWh si mai mici sau egale cu 145 lei/MWh;
- d) 50% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 145 lei/MWh si mai mici sau egale cu 160 lei/MWh;
- e) 55% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 160 lei/MWh si mai mici sau egale cu 175 lei/MWh;
- f) 60% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 175 lei/MWh si mai mici sau egale cu 190 lei/MWh;
- g) 70% din veniturile suplimentare obtinute in urma practicarii unor preturi mai mari decat 190 lei/MWh.

Planurile de investitii

Conform planului de investitii al companiei pentru perioada 2020-2025, principalele directii de investitii sunt orientate catre: continuarea lucrarilor de cercetare pentru descoperirea de noi rezerve de gaze, dezvoltarea potentialului de productie prin adaugarea de noi facilitati pe structurile existente, imbunatatirea performantei instalatiilor si echipamentelor pentru a creste siguranta productiei si identificarea unor noi oportunitati pentru crestere si diversificare. In ceea ce priveste productia gazelor naturale, Romgaz are un plan de investitii in valoare de 3.941 milioane lei in perioada 2022-2025. Estimam ca valoarea investitiilor realizate de Romgaz va fi mai scazuta in comparatie cu cea propusa, fiind de aproximativ 3.556 milioane lei pentru perioada 2022-2025.

Figura 11: Strategia de investitii Romgaz, 2020-2025

Investitii	2020	2021	2022	2023	2024	2025 S1	Total
Productia gazului natural	822	619	930	980	1,307	724	5,382
Productia de energie electrica (C.E.C.C. Iernut)	208	195	883	1,316	820	239	3,661
Diversificare - Petrochimie		2	350	400	400	23	1,175
Parteneriate	110	1,834	574	790	1,102	1,065	5,475
Total	1,140	2,650	2,737	3,486	3,629	2,051	15,693

Sursa: Romgaz

17 Februarie 2022

Anexe – Date istorice

Pentru a intelege mai bine modul in care compania isi desfasoara activitatea, precum si trendul acesteia, am analizat si datele istorice, necesare pentru a putea previziona evolutia companiei. Acestea sunt prezentate in tabelele urmatoare.

Figura 12: Situatia consolidata a contului de profit si pierdere

mii RON	2018	2019	2020	9M/2021
Cifra de afaceri	5,004,197	5,080,482	4,074,893	3,496,529
Costul marfurilor vandute	(245,020)	(107,800)	(18,617)	(247,564)
Venituri din investitii	53,279	38,124	47,845	38,365
Alte castiguri sau pierderi	(102,989)	7,519	(6,534)	26,372
Pierderi nete din deprecierea creantelor comerciale	(19,941)	(81,221)	17,551	26,871
Variatia stocurilor	(32,180)	80,008	(16,151)	50,734
Materii prime si consumabile	(75,460)	(76,048)	(58,282)	(53,829)
Amortizare si depreciere	(708,142)	(1,451,766)	(672,063)	(496,258)
Cheltuieli cu personalul	(621,330)	(670,408)	(767,251)	(567,307)
Cheltuieli financiare	(29,724)	(24,740)	(17,000)	(12,417)
Cheltuieli de explorare	(247,123)	(1,636)	(26,509)	(851)
Cota parte din rezultatul asociatilor	622	1,474	1,330	10
Alte cheltuieli	(1,409,447)	(1,551,642)	(1,158,143)	(1,052,945)
Alte venituri	18,442	32,834	25,439	141,723
Profit inainte de impozitare	1,585,184	1,275,180	1,426,508	1,349,433
Cheltuiala cu impozitul pe profit	(219,016)	(185,557)	(178,604)	(193,050)
Profitul Net	1,366,168	1,089,623	1,247,904	1,156,383

Sursa: Romgaz, BRK

Figura 13: Situatia consolidata a contului de profit si pierdere

mii RON	2018	2019	2020	9M / 2021
Imobilizari corporale	6,279,748	5,543,177	5,613,122	5,434,451
Alte imobilizari necorporale	4,970	9,164	14,774	15,373
Investitii in asociati/filiale	23,298	24,772	26,102	26,112
Creante privind impozitul amanat	127,491	230,947	275,328	262,202
Alte investitii financiare	9,812	5,388	5,378	5,616
Active privind drepturile de utilizare - leasing	-	8,590	7,915	7,359
TOTAL ACTIVE IMOBILIZATE	6,445,319	5,822,038	5,942,619	5,751,113
Stocuri	245,992	311,013	244,563	285,636
Creante comerciale si alte creante	826,046	638,158	592,875	380,377
Active privind contractele cu clientii	-	-	-	-
Costul obtinerii de contracte cu clientii	583	312	651	524
Alte active financiare	881,245	1,075,224	1,995,523	1,443,337
Alte active - total	168,878	42,485	68,023	74,311
Numerar si echivalent de numerar	566,836	363,943	416,913	1,966,442
TOTAL ACTIVE CIRCULANTE	2,689,580	2,431,135	3,318,548	4,150,627
TOTAL ACTIVE	9,134,899	8,253,173	9,261,167	9,901,740
Capital emis	385,422	385,422	385,422	385,422
Rezerve	1,824,999	1,587,409	2,251,909	2,926,912
Rezultat reportat	5,458,196	5,201,222	5,149,919	4,941,393
TOTAL CAPITALURI	7,668,617	7,174,053	7,787,250	8,253,727
Provizioane pentru beneficii acordate la pensionare	139,254	114,876	128,690	112,918
Provizioane	510,114	366,393	538,931	533,463
Venituri in avans	21,128	21,244	136,308	230,443
Datorii de leasing	-	8,285	7,845	7,368
Total datorii pe termen lung	670,496	510,798	811,774	884,192
Datorii comerciale	186,702	109,910	89,132	95,334
Datorii privind contractele cu clientii	46,381	42,705	81,318	136,790
Datorii cu impozitul pe profit curent	68,001	64,342	59,831	64,480
Venituri in avans	8,442	3,729	10,899	1,248
Provizioane	93,645	82,701	156,415	124,819
Datorii de leasing	-	694	767	804
Alte datorii	392,615	264,241	263,781	340,346
Total datorii curente	795,786	568,322	662,143	763,821
TOTAL DATORII	1,466,282	1,079,120	1,473,917	1,648,013
TOTAL CAPITALURI SI DATORII	9,134,899	8,253,173	9,261,167	9,901,740

Sursa: Romgaz, BRK

February 17, 2022

Energy Sector

S.N.G.N. ROMGAZ S.A. (SNG RO)

BUY

Exploring new opportunities; BUY

Target price (Return %):	RON 47.1 (27%)
Price:	RON 37
Market Cap.:	RONm 14.261
Avg. Daily Turnover (RON/EUR)	2.3m/0.5m

- **We initiate coverage, with the BUY recommendation and a DCF-derived target price of RON47.1/share. The growth potential is 27% compared to the current price of RON37.** At the GSM Romgaz meeting of December 10 2021, the transaction for the acquisition of 100% of the share capital of ExxonMobil Exploration and Production Romania Limited was approved (the transaction is estimated to be completed in the first quarter of 2022). With the inclusion of the Neptun Deep project the growth potential could be 50% from to the current price.

- **The Neptun Deep** project represents an opportunity for Romania, having the potential to become an important gas producer in Europe. At the meeting of GSM Romgaz on December 10, 2021, it was approved to contract a loan in a total amount of EUR325 million, in order to cover part of the purchase transaction price. Exxon owned 50% of the acquired rights and obligations under the Concession Agreement for oil exploration, development and exploitation in the 19th Neptun Deep Water Zone.

- **The evolution of gas prices** is the result of a combination of robust growth in demand, as economies recover from the 2020 effects of the pandemic, a series of extreme weather events that generated additional gas consumption and a lower supply than before expected. The average price of gas on the Vienna gas exchange, Central European Gas Hub (CEGH), is more than 4x higher in 2021 compared to 2020, reached in December a maximum of 170 EUR/MWh. Regarding Romgaz, for 2022 we estimate a significant increase in revenues from gas sales as a result of the increase in delivery prices.

- Romgaz had a dividend payout ratio of over 50% in previous years, offering attractive returns for investors. In 2021, the gross dividend was RON1.63/share. In case of a similar dividend value, the yield obtained would be 4.4% at the closing price of February 16, 2022.

- **Potential risks to our recommendation** are related to the delay in amending the offshore law that blocks the start of energy projects in the Black Sea, the delay in commissioning the new Iernut plant, but also political instability at the national level regarding energy regulations.

Share Data

52-week price low/high	30.2 – 39.2
Dividend per share 2020 (RON)	1.79
Shares outstanding (m)	385.4

Shareholders (%)

Romanian State – Ministry of Economy, Energy and Business Environment	70.0%
Free Float	30.0%

Share Performance (%)

	YTD	1w	3m	6m	12m
Variation	-5.1	-1.6	-0.1	14.0	13.3
Relative to BET	-7.8	-1.4	0.4	3.5	-15.3

SNG – share price evolution



Source: BVB

Key indicators	2019	2020	2021E	2022E
Total turnover (mii. RON)	5,080,482	4,074,893	6,163,182	10,452,752
Revenue evolution (%)	1.5%	-19.8%	51.2%	69.6%
EBITDA (mii. RON)	2,713,562	2,067,726	2,599,527	3,442,943
EBITDA margin (%)	53.4%	50.7%	42.2%	32.9%
EBIT (mii. RON)	1,261,796	1,395,663	1,910,586	2,717,716
EBIT margin (%)	25%	34%	31%	26%

Sursa: Romgaz, BRK

Note

This page translated in English is only an abbreviated version of the original report, written in Romanian, and it is for information purposes only. We advise readers to refer to the original report in Romanian to find out more details.

Denegarea responsabilitatii legale

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
- Menținere:** 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 următoarele 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.

Acest document nu poate fi copiat, reprodus, distribuit sau publicat, în totalitate sau în parte, fara autorizarea prealabila a BRK Financial Group.

Acest document a fost întocmit de catre SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor sai. Acest material are doar un scop informativ și nu reprezintă o recomandare de achiziționare, deținere sau vânzare a produsului financiar descris aici. Toate informațiile conținute în acest document au fost compilate din surse considerate a fi de încredere în momentul în care au fost obținute. Cu toate acestea, datele, informațiile și/sau comentariile prezentate aici sunt pur orientative și pot fi incomplete. Orice investitor ar trebui să revizuiască documentația completă care reglementează problema a acestui produs financiar. Tranzacționarea unor astfel de produse financiare poate implica un grad ridicat de risc, incluzând dar fără a se limita la riscul unor evoluții negative sau neprevăzute ale pieței, fluctuațiile cursurilor de schimb valutare, riscul de contrapartidă, riscul de faliment al emitentului și riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, pretului sau veniturilor generate de produsul financiar descris în acest document.

Înainte de a face un angajament pentru a achiziționa acest produs financiar, beneficiarii acestui document ar trebui să analizeze cu atenție oportunitatea tranzacției la circumstanțele lor specifice și să revizuiască în mod independent (împreună cu consilierii lor profesionali dacă e cazul) riscurile financiare specifice, precum și cele de natură juridică și fiscală ale unei astfel de investiții. SSIF BRK Financial Group S.A. a emis acest raport doar în scop informativ. Acest raport nu a fost conceput și nu trebuie interpretat ca o ofertă sau o solicitare a unei oferte pentru a cumpăra sau vinde valorile mobiliare menționate în prezentul document sau orice alte instrumente financiare conexe.

Acest raport nu intenționează să fie cuprinzător sau să conțină toate informațiile de care poate avea nevoie un potențial investitor pentru a lua o decizie de investiție. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluări și decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investiție discutată sau recomandată în acest raport poate fi improprie pentru un investitor în funcție de obiectivele specifice de investiție și de poziția financiară a acestuia. Materialele din acest raport sunt informații generale pentru destinatari care înțeleg și își asumă riscurile investițiilor în instrumente financiare.

Acest raport nu ia în considerare dacă o investiție sau un curs de acțiune și riscurile asociate sunt adecvate destinatarului. Prin urmare, recomandările conținute în acest raport nu trebuie să fie invocate ca sfaturi de investiții bazate pe circumstanțele personale ale beneficiarului. Investitorii vor trebui să își facă propria evaluare independentă a informațiilor conținute în acest document, să ia în considerare propriul obiectiv de investiție, situația financiară și nevoile speciale și să caute sfaturi proprii financiare, de afaceri, juridice, fiscale și de altă natură în ceea ce privește oportunitatea investițiilor în titluri sau strategii de investiții discutate sau sugerate în acest raport.

Toate informațiile conținute în acest raport se bazează pe informații publice și au fost obținute din surse pe care SSIF BRK Financial Group S.A. le-a considerat corecte la momentul emiterii acestui raport. Totuși, astfel de surse nu au fost verificate în mod independent de către SSIF BRK Financial Group S.A. și acest raport nu intenționează să conțină toate informațiile pe care un investitor potențial le-ar putea solicita. SSIF BRK Financial Group S.A. nu are nici o obligație de a actualiza sau de a păstra informațiile și opiniile exprimate aici sau de a oferi recipientului acestui raport acces la orice alte informații suplimentare. În consecință, SSIF BRK Financial Group S.A. nu garantează, reprezintă sau adevărește, în mod expres sau implicit, în ceea ce privește adecvarea, exactitatea, corectitudinea informațiilor conținute în acest raport. SSIF BRK Financial Group S.A. nu acceptă nici o răspundere pentru pierderi directe, indirecte, pierderi de profit și/sau daune care ar putea rezulta din folosirea acestui raport. Orice astfel de responsabilitate sau răspundere este în mod expres exclusă. Deși s-au depus toate eforturile pentru a se asigura că declarațiile de fapt realizate în acest raport sunt corecte, toate estimările, proiecțiile, prognozele, expresiile de opinie și alte judecăți subiective conținute în acest raport se bazează pe presupuneri considerate rezonabile și nu trebuie să fie interpretat ca o reprezentare că sugestiile la care se face referire vor avea loc.

Acest raport poate conține declarații prospective, care sunt adesea, dar nu întotdeauna, identificate prin utilizarea unor cuvinte precum „crede”, „estimează”, „intenționează” și „așteaptă” și declarații că un eveniment sau rezultat „poate”, „va” sau „s-ar putea” să apară sau să fie realizate și alte astfel de expresii similare. Aceste declarații prospective se bazează pe presupuneri făcute și informații disponibile în prezent pentru SSIF BRK Financial Group S.A. și sunt supuse riscurilor, incertitudinilor și altor factori cunoscuți și necunoscuți care pot afecta rezultatele, performanța sau realizările reale să fie semnificativ diferite de orice rezultat viitor, performanță sau realizare, exprimată sau implicată de astfel de declarații prospective. Ar trebui să se

acorde precauție cu privire la aceste declarații, iar destinatarii acestui raport nu trebuie să depindă de o dependență excesivă de declarații prospective. SSIF BRK Financial Group S.A. declină în mod expres orice obligație de actualizare sau revizuire a oricăror declarații prospective, ca urmare a unor noi informații, evenimente viitoare sau circumstanțe după data acestei publicații, pentru a reflecta apariția unor evenimente neanticipate.

Acest raport poate conține informații obținute de la terți. Furnizorii de conținut terți nu garantează acuratețea, completitudinea, actualitatea sau disponibilitatea oricăror informații și nu sunt responsabili pentru erori sau omisiuni (neglijente sau de altfel), indiferent de cauză sau pentru rezultatele obținute în urma utilizării unui astfel de conținut. Furnizorii de conținut terți nu oferă nici o garanție expresă sau implicită, incluzând, dar fără a se limita la, orice garanții de comerciabilitate pentru un anumit scop sau utilizare. Furnizorii de conținut terți nu sunt răspunzători pentru daune, cheltuieli, cheltuieli, taxe legale sau pierderi directe (indirecte, incidentale, exemplare, compensatorii, punitive, speciale sau consecutive) în legătură cu orice utilizare a conținutului lor.

Analizii de cercetare responsabili de producerea acestui raport certifică prin prezenta că opiniile exprimate aici reflectă în mod exact și exclusiv opiniile personale despre oricare și toți emitenții sau titlurile analizate în acest raport, iar raportul nu reprezintă cercetare pentru investiții independentă și nu face obiectul vreunei interdicții privind difuzarea cercetării pentru investiții.

Certificarea analistului

Analistul/analizii care au pregătit acest raport și persoanele în legătură cu acesta/acestia, prin prezenta certifică ca:

1. Nu au nici un interes financiar în instrumentele financiare care ar include compania/comaniile menționate în prezentul raport, cu excepția deținerii în portofolii individuale de investiții de acțiuni.
2. Nicio parte a compensației analistului/analizilor care au pregătit acest raport nu este sau va fi direct sau indirect legată de recomandările sau opiniile specifice exprimate în acest raport.

Raportari BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica nota explicativa nr.
Romgaz	SNG	-

BRK Financial Group SA este furnizor de lichiditate în ceea ce privește produsele structurate emise de aceasta.

Note explicative

1. BRK Financial Group SA detine o poziție lungă sau scurtă netă peste pragul de 5% din capitalul social total al emitentului.
2. BRK Financial Group SA acționează ca formator de piață sau furnizor de lichiditate în ceea ce privește instrumentele financiare ale emitentului.
3. Emitentul este acționar semnificativ al BRK Financial Group SA (detine mai mult de 10% din capitalul social).
4. Emitentul este acționar al BRK Financial Group SA (detine o participatie mai mare de 5% din capitalul sau social emis total).
5. Emitentul este în prezent sau a fost în ultimele 12 luni client BRK Financial Group SA pentru furnizarea unor servicii de investiții financiare.
6. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost coordonator/coordonator asociat al oricărei oferte publice de instrumente financiare a emitentului.
7. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost remunerat pentru servicii de investiții financiare prestate emitentului.
8. Un administrator, Director executiv sau agent BRK Financial Group SA este administrator, Director executiv, consultant sau membru al Consiliului de Administrație al acestui emitent.
9. BRK Financial Group este acționar semnificativ al emitentului (detine cel puțin 10% din capitalul social).
10. Persoanele implicate în elaborarea prezentului raport nu detin acțiuni în cazul emitentului.
11. BRK Financial Group este market maker.

Investment Research Disclaimer

Buy:	Share price may exceed 15% over the next 12 months
Neutral:	Share price may fall within the range of +/- 15% over the next 12 months
Sell:	Share price may fall by more than 15% over the next 12 months
Restricted:	Sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary restricted based on compliance (ex: conflicts of interest)
Not Rated:	Due to changes in the equity research team, sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary suspended.

This document may not be copied, reproduced, distributed or published, in whole or in part, without the prior authorization of BRK Financial Group.

This document was issued by the equity research department of BRK Financial Group, only for information purposes. This material is intended for information and it does not represent a recommendation to acquire, hold or sell the financial product described. All information contained in this document was compiled from sources deemed reliable in the moment they were acquired. Regardless, the data, information and/or comments presented here are just indicative and may be incomplete. Any investor should double check the complete description which labels this financial product. Transacting such financial products is considered high risk actions, including but not limited to the risk of adverse or unforeseen market developments, exchange rate fluctuations, counterparty risk, issuer bankruptcy and liquidity risk, each of which could have a negative impact on its value, price or income generated by the financial product described in this document.

Before making a commitment to purchase this financial product, the beneficiaries of this document should carefully consider the appropriateness of the transaction in their specific circumstances and independently review (together with their professional advisors if necessary) the specific financial risks, as well as those of a legal and fiscal nature of such an investment. BRK Financial Group has issued this report for information purposes only. This report is not intended, and should not under any circumstances be construed as, an offer or a solicitation of an offer to buy or sell the securities referred to herein or any related financial instruments.

This report is not intended to be comprehensive or contain all the information that a potential investor may need to make an investment decision. The beneficiary of this report shall make his or her own independent evaluations and decisions regarding any securities or financial instruments referred to. Any investment discussed or recommended in this report may be inappropriate for an investor depending on their specific investment objectives and financial position. The materials in this report are general information for recipients who understand and assume the risks of investing in financial instruments.

This report shall not consider whether an investment or course of action and the associated risks are appropriate to the recipient. Therefore, the recommendations contained in this report should not be invoked as investment advice based on the personal circumstances of the beneficiary. Investors will need to make their own independent assessment of the information contained in this document, take into account their own investment objective, financial situation and special needs and seek their own financial, business, legal, tax and other advice. regarding the appropriateness of investing in securities or investment strategies discussed or suggested in this report.

All the information contained herein is based upon publicly available information and has been obtained from sources that BRK Financial Group believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by BRK Financial Group and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are BRK Financial Group's present opinions only and are subject to change without prior notice. BRK Financial Group is not under any obligation to update or keep current the information and opinions expressed herein or to provide the recipient with access to any additional information. Consequently, BRK Financial Group does not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, as to the adequacy, accuracy, reliability, fairness or completeness of the information and opinion contained in this report. BRK Financial Group does not accept any liability for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits and/or damages that may arise from the use or reliance of this research report and/or further communications given in relation to this report. Any such responsibility or liability is hereby expressly disclaimed. Whilst every effort is made to ensure that statement of facts made in this report are accurate, all estimates, projections, forecasts, expressions of opinion and other subjective judgments contained in this report are based on assumptions considered to be reasonable and must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur.

This report may contain forward-looking statements, which are often but not always identified by the use of words such as "believe", "estimate", "intend" and "expect" and statements that an event or result "may", "will" or other such expressions may "appear" or be made. These forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to BRK Financial Group and are subject to risks, uncertainties and other known and unknown factors that may impact actual results, performance or achievements to be materially different from any future result, performance or achievement, expressed or implied by such forward-looking statements. Caution should be exercised in relation to these statements, and the recipients of this report should not be dependent on an excessive reliance on forward-

looking statements. BRK Financial Group expressly disclaims any obligation to update or revise any forward-looking statements, as a result of new information, future events or circumstances after the date of this publication, to reflect the occurrence of unanticipated events.

This report may contain information obtained from third parties. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information and are not responsible for errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause or the results obtained from the use of such content. Third party content providers make no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability for any particular purpose or use. Third party content providers are not liable for damages, expenses, legal fees or direct losses (indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential) in connection with any use of their content.

The research analysts responsible for producing this report hereby certify that the views expressed herein accurately and exclusively reflect the personal views of any and all issuers or securities reviewed in this report, and that the report does not constitute an independent investment research and is not subject to any prohibition on dissemination of investment research.

Analyst Certification

The analyst(s) who prepared this report and other related persons to him/her or to them, certify that:

1. they have no financial interest in the financial instruments that include the company(ies) mentioned in this report, except for holding in individual equity investment portfolios.

2. no part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this report.

Reports of BRK Financial Group:

Company	Ticker	The explanatory note applies number:
Romgaz	SNG	-

BRK Financial Group SA is a provider of liquidity in respect to the structured products it issued.

Explanatory notes:

1. BRK Financial Group SA holds a net long or short position above the threshold of 5% of the issuer's total share capital.
2. BRK Financial Group SA acts as a market maker or liquidity provider for the issuer's financial instruments.
3. The issuer is a significant shareholder of BRK Financial Group SA (holds more than 10% of the share capital).
4. The issuer is a shareholder of BRK Financial Group SA (holds a stake of more than 5% of its total issued share capital).
5. The issuer is currently or has been in the last 12 months a client of BRK Financial Group SA for the provision of financial investment services.
6. For the last 12 months, BRK Financial Group SA has been the coordinator / associate coordinator of any public offering of financial instruments of the issuer.
7. In the last 12 months, BRK Financial Group SA has been remunerated for financial investment services provided to the issuer.
8. A director, executive director or agent of BRK Financial Group SA is an administrator, executive director, consultant or member of the Board of Directors of this issuer.
9. BRK Financial Group is a significant shareholder of the issuer (holds at least 10% of the share capital).
10. The authors of the investment research do not hold shares in the issuer.
11. BRK Financial Group is a market maker.