



"Electrica" - cea mai mare ofertă derulată prin Bursa
PAGINA 2

Mircea Ursache, ASF: "Instituțiile trebuie să își intensifice eforturile să atragă emitenți privați"
PAGINA 3

Energia electrică în imperiul liberalizării
PAGINA 4

e

Supliment dedicat listării la bursă a societății Electrica S.A.

Grupul Electrica SA controlează 39% din distribuția de electricitate
PAGINA 5

Electrica - efect pozitiv, dar nu spectaculos pentru lichiditatea BVB
PAGINA 6

BURSA
ZIARUL OAMENILOR DE AFACERI

Supliment distribuit gratuit împreună cu ziarul BURSA

ELECTRICA

CEA MAI MARE OFERTĂ DE LA BURSA

Preț: **11-13,5** lei / Acțiune Electrica



Statul vinde 51% din "Electrica", print-o majorare de capital, oferind publicului 177,18 milioane de acțiuni noi, valoarea ofertei fiind cuprinsă între aproximativ 1,949 miliarde lei (443,3 milioane euro) și 2,392 miliarde lei (544,1 milioane euro).

Astfel, IPO-ul Electrica este cea mai mare ofertă derulată prin Bursa de Valori București. Oferta este împărțită în trei tranșe, după cum urmează: 7% din acțiunile oferite (12.403.212 acțiuni) este oferit investitorilor mici de retail în România, 8% (14.175.100 acțiuni) este alocat investitorilor mari de retail în România, restul (150.610.432 acțiuni) fiind destinat investitorilor instituționali.

Premiere și stângăcii la oferta Electrica

Oferta Electrica aduce câteva premiere pentru piața noastră de capital și pentru procesul de privatizare.

Este pentru prima dată, de la programul de privatizare în masă, când Guvernul României oferă investitorilor privați, prin ofertă publică, un pachet majoritar de acțiuni ale unei companii de prim rang. Până acum, în țara noastră, a fost preferată vânzarea negociată, chiar și în cazul altor companii din domeniul energiei.

Pe de altă parte, această premieră a fost influențată negativ de unele stângăcii organizatorice, respectiv publicarea cu întârziere

și cu greșeli a prospectului de ofertă publică, corectarea erorilor cu doar două zile înainte de sfârșitul ofertei, alocarea unui pachet prea restrâns pentru investitorii de retail, introducerea unor facilități (discount și garanție) necorespunzătoare din punctul de vedere al micilor investitori, ca și a unui pachet de stabilizare insuficient de bine explicat în prospect.

O altă problemă legată de oferta Electrica o constituie componenta de certificate globale de depozit (GDR). Probabil că ar fi fost utilă o analiză a evoluției GDR-urilor emise pe aceeași piață londoneză, pentru Romgaz.

În plus, promovarea ofertei ar fi putut fi gândită mai bine. După cum au subliniat unele voci din piața de capital, toți cei peste 3 milioane de clienți ai Electrica ar fi putut fi investitori în această ofertă, inclusiv prin inserarea unor elemente informative despre IPO

în facturile trimise la clienți.

Faptul că această privatizare prin ofertă publică a fost făcută sub imperiul grabei este reflectat și de multitudinea de amendamente aduse la prospectul de emisiune, cu doar două zile înainte de închidere.

Intermediarii au precizat că modificările corectează anumite neconcordanțe în traducere între versiunile în limba română și cea în limba engleză ale prospectului inițial.

Conform amendamentelor, la data alocării, Societatea va realoca 5% din numărul total al acțiunilor oferite din Tranșa Investitorilor Instituționali către Tranșele Investitorilor Mici și/sau Mari în cazul în care Tranșa Investitorilor Mici și Tranșa Investitorilor Mari au un nivel de subscriere mai mare decât Tranșa Investitorilor Instituționali.

Astfel, în condițiile specificate,

devine cert că societatea va transfera între tranșe un pachet de 5% și nu de "până la 5%" așa cum era menționat în prospectul inițial.

Totodată, prospectul este completat cu informații referitoare la anchetele inițiate de DNA privind activitatea unor foști directori și angajați Electrica.

În prospectul inițial, au fost greșite și o serie de cifre, uneori din cauza încurcării unor indicatori între ei.

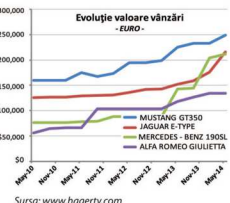
Spre exemplu, scăderea activității de trading cu energie electrică a fost de 37%, și nu de 19% cum se prezenta inițial.

De asemenea, Sindicatul Electricilor Instituționali către Tranșele Investitorilor Mici și/sau Mari are 1.402 salariați membri și nu 2012, cu era specificat inițial. De altfel, nici nu avea cum să aibă 2012 membri, având în vedere că numărul total de salariați este mai mic, de 1.867.

(continuare în pagina 6)

Mașinile clasice au reprezentat încă din anii 1970 un subiect de fascinație al colecționarilor dar, recent, piața de profil înregistrează o creștere fără precedent.

Studiile de profil arată că, în ultimii ani, valoarea medie a tranzacțiilor din domeniu a crescut cu 20%, iar dacă se iau în calcul modele reprezentative pentru istoria automobilului, precum Ferrari, Porsche sau Mercedes-Benz, atunci creșterea depășește plafonul de 100%.



Heritage Auto aduce în România pentru prima dată conceptul de showroom cu vânzare pentru mașini clasice, ideal pentru cei ce doresc să pună bazele unei colecții sau să își valorifice investiția.

- Heritage Auto poate prelua toate grijile clienților:
- > înmatricularea automobilului
 - > mentenanță
 - > servicii specializate
 - > pune la dispoziția proprietarilor un garaj pentru parcare mașinilor clasice pe perioadă ierml
 - > transportarea mașinilor spre o destinație internă sau externă
 - > buy-back pentru modelele achiziționate de la Heritage Auto

Mașina clasică, o investiție inteligentă!



www.heritage-auto.com
Șos. Pipera 46G, București

HERITAGE AUTO
CLASSIC & SPORT CARS

OFERTA

“Electrica” – cea mai mare ofertă derulată prin Bursă

Statul dorește să privatizeze distribuitorul și furnizorul de energie “Electrica”, în urma ofertei publice aflată în derulare în perioada 16-25 iunie 2014, compania fiind inclusă în programul agreed cu Fondul Monetar Internațional.

“Electrica” a devenit vedeta listărilor de anul acesta, după ce “Hidroelectrică” a reintrat în insolvență.

Statul vinde 51% din “Electrica”, printr-o majorare de capital, oferind publicului 177,18 milioane de acțiuni noi.

Valoarea ofertei este cuprinsă între aproximativ 1,949 miliarde lei (443,3 milioane euro) și 2,392 miliarde lei (544,1 milioane euro), dacă nu sunt luate în calcul discounturile acordate micilor investitori.

“Electrica” intenționează să se listeze la Bursa de Valori București și la Bursa din Londra, prin certificate globale de depozit (GDR-uri).

Oferta va fi considerată închisă cu succes dacă cel puțin 100% din valorile mobiliare oferite au fost subscribe în mod valabil.

Trei tranșe

Oferta este împărțită în trei tranșe, după cum urmează: 7% din acțiunile oferite (12.403.212 acțiuni) este oferit investitorilor mici de retail în România, 8% (14.175.100 acțiuni) este alocat investitorilor mari de retail în România, restul (150.610.432 ac-



țiuni) fiind destinat investitorilor instituționali.

Tranșa investitorilor mici este dedicată investitorilor care depun subscrierile între 250 și 20.000 acțiuni, în timp ce investitorii mari sunt cei cu subscrierile de peste 20.000 de acțiuni.

La investitorii instituționali se încadrează instituții de credit, firme de investiții, organisme de plasament colectiv (fonduri de investiții colective, societăți de investiții și/sau societăți de administrare a investițiilor), societăți de asigurare, fonduri de pensii și societăți de administrare a respectivelor fonduri, traderi, societăți fiduciare

(trust companies), instituții financiare internaționale (IFI), și alte instituții.

După ofertă, un pachet de 5% din numărul total de acțiuni oferite din cadrul tranșei investitorilor instituționali poate fi transferat în tranșa investitorilor mici și/sau în tranșa investitorilor mari în cazul în care segmentele investitorilor individuali au un nivel de subscriere (ca procentaj al subscrierii în mărimea tranșei inițiale) mai mare decât tranșa investitorilor instituționali.

În plus, societatea poate decide o realocare suplimentară de pe tranșa instituționalilor.

Intervalul de preț: 11-13,5 lei/acțiune

Investitorii individuali trebuie să subscrie, în cadrul ofertei, la prețul fix de 13,5 lei/acțiune, iar, dintre aceștia, investitorii mari pot subscrie și GDR-uri, la prețul fix de 16,63 USD/GDR.

Investitorii instituționali pot subscrie la orice preț din cadrul intervalului 11 – 13,5 lei/acțiune sau 13,55 – 16,63 dolari/GDR.

Pasul de preț pentru subscrierea de acțiuni de către investitorii instituționali este de 0,05 lei, respectiv de 0,01 dolari.

Investitorii mici de retail vor primi o alocare garantată de 100% pentru subscrierile care cumulat nu depășesc 1.000 de acțiuni/personă, în baza principiului primul-venit, primul-servit, până la un număr total de 10 milioane de acțiuni.

Micii investitori care au scris în primele cinci zile ale ofertei sunt îndreptățiți la o reducere de 5% la prețul final de ofertă și care nu primesc alocare garantată.

Astfel, un mic investitor are posibilitatea să subscrie, printr-un ordin, 1.000 de acțiuni, care să îi fie garantate, și, pe un alt ordin, pentru a beneficia de discount, în primele cinci zile ale ofertei.

Pentru investitorii mici care beneficiază de discount și pentru investitorii mari, alocarea se face pro-rata.

Factorul de alocare va fi calculat separat pentru tranșa investitorilor mici și pentru tranșa investitorilor mari, în funcție de nivelul de subscriere în fiecare tranșă. Factorul de alocare în cadrul tranșei subscrierilor mici este determinat după excluderea celor 10 milioane de acțiuni pentru care există o alocare garantată.

Stabilizarea prețului final

Prețul final al ofertei se stabilește în funcție de subscrierile de pe tranșa investitorilor instituționali,

astfel: a) în cazul în care numărul total de acțiuni subscribe va reprezenta mai mult de 100% din ofertă și numărul total de acțiuni subscribe în Tranșa Investitorilor Instituționali va reprezenta cel mult 100% din această tranșă, prețul final este stabilit la nivelul celui mai mic preț de subscriere înregistrat în tranșa mare; b) în cazul în care numărul total de acțiuni subscribe va reprezenta mai mult de 100% din ofertă și numărul total de acțiuni subscribe în tranșa mare va reprezenta mai mult de 100% din această tranșă, prețul de vânzare este determinat pe baza criteriilor de alocare.

Astfel, societatea și managerii pot selecta subscrierile, în funcție de anumite criterii calitative cum ar fi: politica de investiții, cunoștințele investitorilor instituționali despre societăți care activează în același domeniu ca Societatea; numărul valorilor mobiliare oferite subscribe și susținerea ofertei; dacă subscrierea a fost realizată la începutul, sau timpuriu în cadrul ofertei; prețul oferit; reacția calitativă obținută în perioada procesului de marketing preliminar; orientarea către sectorul energetic și/sau către regiunea Europei Centrale și de Est; activele sub administrare; investiții în titluri de capital în România sau Europa Centrală și de Est; alte criterii care permit existența unei baze de investitori de calitate și o evoluție pozitivă a prețului de piață ulterior închiderii ofertei.

Pe 25 iunie 2014, după închiderea ofertei, managerii vor anunța indicii de alocare corespunzător

tranșei Investitorilor Mici și Tranșei Investitorilor Mari.

Un GDR = 4 acțiuni

La Bursa din Londra urmează să fie listate GDR-urile “Electrica”. Fiecare GDR va reprezenta patru acțiuni aflate în depozit la Custode, în calitate de custode al Depozitarului.

Numărul final de acțiuni care stau la baza GDR-urilor Ofertei care va fi emis și alocat către investitorii din ofertă nu va depăși două treimi din numărul total de acțiuni oferite.

Mecanism de stabilizare

Oferta “Electrica” cuprinde și un mecanism de stabilizare a prețului, după listare. Astfel, managerii pentru stabilizare vor avea dreptul să achiziționeze maxim 8.420.000 acțiuni, pentru a stabiliza prețul pe piața de capital al titlurilor la un nivel mai mare decât cel care altfel ar

prevala. Tranzacțiile de cumpărare pentru stabilizare pot fi efectuate numai timp de o lună după listare.

“Electrica” va primi toate fondurile obținute din subscrierile, mai puțin sumele utilizate pentru stabilizare.

Valoarea totală a comisionelor, taxelor și cheltuielilor plătită de că-

tre societate în legătură cu oferta este de așteptat să fie între aproximativ 67 milioane lei și 80 milioane lei.

Societatea poate prelungi perioada de oferta sau poate modifica alte date privind Oferta, în conformitate cu legislația română. ■

DATE CHEIE ALE OFERTEI

Acțiuni oferite	177.188.744 Acțiuni Electrica
Tranșa Investitorilor Mici	7% din Ofertă (un număr de 12.403.212 Acțiuni), pentru subscrieri între 250 și 20.000 de Acțiuni cumulat pe investitor. ➢ Alocare garantată pentru subscrierile care nu depășesc 1.000 Acțiuni /Investitor, în baza principiului primul-venit, primul-servit, până la un număr total de 10 milioane de Acțiuni ➢ Discount de 5% pentru subscrieri realizate în primele cinci zile lucrătoare ale Ofertei
Tranșa Investitorilor Mari	8% din Ofertă (un număr de 14.175.100 Acțiuni), pentru subscrieri mai mari de 20.000 de Acțiuni sau 5.000 GDR.
Tranșa Investitorilor Instituționali	85% din Ofertă (un număr de 150.610.432 Acțiuni)
Prețul de subscriere	
Tranșa Investitorilor Instituționali:	- între 11 și 13,5 RON / Acțiune (inclusiv capetele de interval) - între 13,55 și 16,63 USD / GDR (inclusiv capetele de interval)
Tranșa Investitorilor Mici	- 13,5 RON / Acțiune
Tranșa Investitorilor Mari	- 13,5 RON / Acțiune - 16,63 USD / GDR

CALENDAR

Derularea ofertei:
16 – 25 iunie 2014

Data alocării:
26 iunie 2014

Data tranzației:
26 iunie 2014

Data Decontării:
1 iulie 2014

Data închiderii:
3 iulie 2014



De aproape două decenii SIBEX – Sibiu Stock Exchange, operatorul bursier român din inima țării, investește continuu în dezvoltarea produselor și serviciilor pe piața de capital din România susținând activ dezvoltarea culturii investiționale în țara noastră.

Invest
your ideas
www.sibex.ro

AUTORITATI

Mircea Ursache, ASF: "Instituțiile trebuie să își intensifice eforturile să atragă emitenți privați"

După oferta Electrica, se pare că statul nu va mai veni cu listări la Bursa de Valori București, pentru o bună bucată de vreme, astfel că instituția va trebui să se descurce prin forțe proprii. Vicepreședintele Autorității de Supraveghere Financiară, Mircea Ursache, consideră că trebuie intensificate eforturile pentru atragerea unui număr cât mai mare de companii din sectorul privat și să diversifice tipurile de instrumente financiare disponibile pentru tranzacționare. Domnul Ursache ne-a răspuns la câteva întrebări despre piața de capital și despre oferta Electrica. Vicepreședintele ASF s-a abținut să comenteze prea mult pe marginea structurii ofertei, limitându-se să spună că rolul Autorității este să prevină ca oferta să încadrează în cerțele legale.

Reporter: După oferta Electrica, urmează o perioadă de secetă în privința ofertei statului. Ce trebuie să facă piața de capital ca să se dezvolte?

Mircea Ursache: În primul rând, este necesar ca instituțiile pieței de capital să își intensifice eforturile de a atrage pe piața de capital autohtonă un număr cât mai mare de companii din sectorul privat. Chiar dacă, până acum, cea mai mare parte a ofertei de listare la Bursa de Valori București a fost reprezentată de privatizarea unor companii cu capital majoritar de stat, de-a lungul anilor au existat și oferte încheiate cu succes din mediul privat. Un semnal pozitiv în acest sens este reprezentat de faptul că, în luna mai a anului curent, două entități private au atras finanțări în valoare de 800.000.000 lei prin emisia de obligațiuni corporative, listate la Bursa de Valori București. În viitor, sperăm că mai multe



Mircea Ursache

companii din sectorul privat vor urma acest exemplu și vor lua în considerare obținerea de finanțare, utilizând instrumentele și mecanismele pieței de capital.

Totodată, este necesară o diversificare a tipurilor de instrumente financiare disponibile pentru tranzacționare, în acest sens existând inclusiv consultări cu Ministerul Finanțelor Publice în vederea emiterii de titluri de stat pentru populație prin in-

termediul bursei.

Reporter: În ce orizont de timp și în ce condiții vedeți trecerea BVB la statutul de piață emergentă?

Mircea Ursache: BVB poate deveni o piață emergentă spre finalul anului 2015, esențial în atingerea acestui obiectiv fiind parcurgerea procesului de eliminare a celor opt bariere, proces la care Autoritatea de Supraveghere Financiară va contribui prin inițierea de modificări

legislative ale legislației specifice, prin adoptarea unor politici și practici de piață adecvate și prin asigurarea protecției investitorilor.

Reporter: Cum s-a implicat ASF în susținerea ofertei "Electrica"?

Mircea Ursache: În vederea asigurării derulării ofertei publice inițiale de vânzare de acțiuni emise de S.C. DFEE Electrica S.A. cu respectarea prevederilor legale și conform programului stabilit de ofertant și de consorțiu de intermediere, reprezentanți ai Autorității de Supraveghere Financiară au acordat asistență tehnică părților implicate în vederea clarificării aspectelor procedurale pe care le implică întocmirea prospectului, derularea ofertei publice de vânzare și admiterea la tranzacționare pe piața de capital a respectivelor acțiuni. Urmare a acestor demersuri, prospectul de ofertă publică a fost aprobat de ASF într-o perioadă foarte scurtă de timp, mult sub termenul legal de 10 zile lucrătoare.

De asemenea, în vederea asigurării cadrului legal necesar derulării ofertei publice conform standardelor și practicilor intenționale, ASF a implementat o serie de modificări ale legislației specifice derulării ofertei publice de vânzare, ultima dintre acestea vizând modificarea Regulamentului ASF nr. 4/2013 privind acțiunile suport pentru certificate de depozit.

Reporter: Cum a ajutat piața de capital faptul că statul a făcut privatizări prin burse?

Mircea Ursache: Efectul pozitiv al privatizărilor companiilor cu capital de stat constă în creșterea veniturilor bugetare (oferte publice secundare) sau capitalizarea respectivelor emitenți în vederea dezvoltării (oferte publice primare).

Listarea la bursă a companiilor de

stat sprijină totodată dezvoltarea pieței de capital prin creșterea ofertei de instrumente financiare disponibile, atragerea unor noi investitori de retail și instituționali, asigurând totodată o extindere a domeniilor de piață disponibile. Pentru operatorii de investiții, listarea companiilor de stat oferă premisele unei creșteri importante a lichidității și o vizibilitate sporită în cadrul bursei din regiune.

Reporter: Cum apreciați faptul că statul a optat pentru o listare dublă – la Bursa de Valori București și la Bursa din Londra?

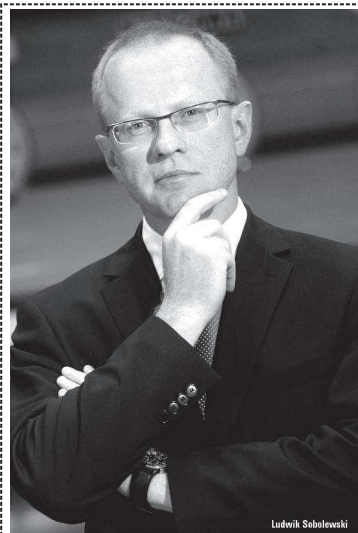
Mircea Ursache: Responsabilitatea privind structura ofertei (investitori mici, mari, instituționali, etc., preț de vânzare, piața de tranzacționare) revine ofertantului, ASF neavând competența legală pentru a impune ofertantului adoptarea anumitor decizii în ceea ce privește aceste aspecte. Aprobarea de către ASF a prospectului nu are valoare de garanție și nici nu reprezintă o altă formă de apreciere a Autorității de Supraveghere Financiară cu privire la oportunitatea, avantajele sau dezavantajele, profitul ori riscul pe care le-ar putea prezenta tranzacția ce urmează să fie încheiate prin acceptarea ofertei publice obiect al deciziei de aprobare. Decizia de aprobare certifică numai regularitatea Prospectului în privința exigențelor legii și ale normelor adoptate în aplicarea acesteia.

La nivel legislativ, ASF a adoptat măsurile necesare asigurării unei lichidități corespunzătoare pe piața de capital națională, conform Regulamentului nr. 4/2013 cu modificările și completările ulterioare, emisia de certificate de depozit se poate face pentru un număr de acțiuni suport care reprezintă cel mult 2/3 din numărul de acțiuni obiect al unei oferte publice de vânzare. ■

LUDWIK SOBOLEWSKI, BVB:

"Cumpărarea de acțiuni Electrica - o investiție și în dezvoltarea pieței de capital și a economiei"

● CEO-ul Bursei are "așteptări moderate" privind lichiditatea BVB, după listarea Electrica, apreciind că "suntem într-un mediu dificil"



Ludwik Sobolewski

Cumpărarea de acțiuni Electrica în oferta derulată, în aceste zile, în vederea listării nu reprezintă doar o investiție în companie, ci și în dezvoltarea pieței de capital din România și a economiei românești, este de părere Ludwik Sobolewski, directorul general al Bursei de Valori București. "Există doar o singură piață pentru companiile românești și aceea este piața de la București", a spus Sobolewski, întrebând cum comentează faptul că "Electrica" este a doua ofertă, cu care statul merge și pe piața din Londra.

Reporter: Cum apreciați faptul că statul a apelat la Bursa pentru privatizări și cum se va dezvolta piața în perioada următoare, în care se anunță secetă privind listările "de stat"?

Ludwik Sobolewski: Programul de privatizări derulat de stat sprijină dezvoltarea pieței de capital. Fiecare privatizare prin intermediul BVB crește rolul bursei ca sursă de finanțare în economie, atrage investitori noi și pune România pe radarele investitorilor străini. Tranzacțiile de privatizare nu

doar pot stimula dezvoltarea pieței, dar sunt și tranzacții de piață supuse regulilor și practicilor acesteia.

Statul privatizează economia prin intermediul pieței de capital nu pentru a-i mulțumi pe acționarii BVB, ci pentru a vinde o companie și pentru a avea o bursă care poate deveni un factor de prosperitate pentru țară. Bursa este dedicată utilizatorilor săi: investitorii, companiile și servește la creșterea economiei.

Din nefericire, această legătură dintre privatizarea economiei și

Sobolewski, cu ochii pe raportul acțiuni - GDR-uri

Principala problemă la oferta Electrica va fi împărțirea între acțiuni, care vor fi listate la Bursa de Valori București, și certificatele globale de depozit (GDR-uri), care vor fi tranzacționate pe Bursa din Londra, este de părere Ludwik Sobolewski, directorul general al BVB. Recent, domnia sa a declarat că este încrezător că emisia de GDR-uri va fi la limita necesității. "Nu ar trebui să confundăm proveniența investito-

riilor - străini sau români - cu împărțirea ofertei în acțiuni și GDR-uri", a spus Sobolewski, într-o conferință de presă, pe 11 iunie, adăugând: "Aceste aspecte sunt corelate, dar nu identice. Sunt investitori străini care vor cumpăra acțiuni. Teiul este să vindem cât mai multe acțiuni investitorilor străini. Am prefera să existe un echilibru între investitorii de retail, investitorii instituționali români și internaționali".

dezvoltarea structurilor pieței de capital, care sunt în întregime private, nu este suficient înțeleasă de către sectorul privat.

Voi încuraja Guvernul să privatizeze mai multe companii, urmând

exact logica pe care au exprimat-o în trecut atât reprezentanții guvernului, cât și oamenii din piață - noi toți suntem stakeholderi ai pieței de capital.

Piața are nevoie de exemple pozitive, care să genereze volume ridicate de tranzacționare. Acest fapt se poate realiza prin privatizări și nu ar trebui să așteptăm prea mult următorul eveniment de un asemenea calibr.

Dar, privatizările nu înseamnă doar tranzacții, ci se referă și la crearea unui cadru de reglementări care susține evaluări adecvate ale activelor privatizate în piață, după listare. Pentru a atinge acest țel trebuie să eliminăm barierele pieței de capital identificate de experții din comunitatea pieței - iar acest proces de eliminare deja a început.

Este nevoie de o reformă profundă și trebuie să promovăm cât mai mult potențialul pieței locale. Investiția în companii românești pe bursa din România aduce un efect de multiplicare prin investitorii.

În plus, vom dezvolta inițiative pentru aducerea companiilor locale pe bursă, arătându-le că BVB este o opțiune viabilă pentru cei care caută finanțare și creșterea afacerilor prin intermediul pieței de capital.

Reporter: Cum apreciați faptul că,

romgaz, chiar pe parcursul ofertei Electrica?

Ludwik Sobolewski: Eliminând barierele, deschizând piața, făcând-o competitivă pentru alții, încetând subminarea culturii investiționale în creștere, prin denașterea, vom vinde și cumpăra sute de milioane de euro la fiecare trei zile. Și trebuie să gândim la scară mare. Prin urmare, este bine că avem cele două tran-

zații acum.

Reporter: Cum s-a implicat BVB în susținerea ofertei Electrica?

Ludwik Sobolewski: BVB a lansat pe 12 iunie o campanie de promovare a

IPO-ului Electrica, cu focus pe investitorii locali de retail și instituționali. Prin principală implicare a BVB este în creșterea condițiilor pentru promovarea pieței locale de capital și de frontieră la cel de piață emergentă. În acest sens, sprijinim deja de multe luni oferta Electrica, prin road-show-uri internaționale, întâlniri bilaterale, reforma instituțiilor și reglementărilor pieței. Pentru mulți investitori, cumpărarea de acțiuni Electrica azi este o investiție nu doar în această companie, dar și în dezvoltarea pieței de capital din România și a economiei românești. ■

"Este bine că avem cele două tranzacții acum (n.r. IPO-ul Electrica și plasamentul privat de acțiuni Romgaz, realizat de Fondul Proprietatea)".

show-uri internaționale, întâlniri bilaterale, reforma instituțiilor și reglementărilor pieței. Pentru mulți investitori, cumpărarea de acțiuni Electrica azi este o investiție nu doar în această companie, dar și în dezvoltarea pieței de capital din România și a economiei românești. ■

Riscuri privind activitatea și sectorul Grupului Electrica

- ✓ Segmentul activităților de furnizare al Grupului se va confrunta cu creșterea nivelului concurenței datorată procesului de liberalizare a pieței de furnizare de energie electrică;
- ✓ Performanța financiară a Grupului poate fi afectată negativ de modificarea prețurilor pentru energia electrică, pentru care Grupul nu are constituite instrumente de acoperire a riscului (hedging);
- ✓ Creșterea de energie electrică în România depinde de diversi factori, în afară controlului Grupului privind condițiile economice, politice și climatice;
- ✓ Grupul trebuie să respecte numeroase cerințe semnificative de reglementare și trebuie să mențină în vigoare aprobările de reglementare, putând fi expus unor răspunsuri semnificative în cazul în care nu menține în vigoare aprobările sau nu respectă cerințele de reglementare sau aprobările;
- ✓ Componentele rețelei de distribuție a Grupului sunt supuse deteriorării în timp;
- ✓ Grevele sau alte forme de interrupere a activității ar putea afecta în mod negativ activitatea Grupului;
- ✓ Activele și/sau activitatea Grupului ar putea fi afectate de dezastre naturale sau provocate de către om;
- ✓ Sistemele IT ale Grupului sunt învechite și nu sunt integrate;
- ✓ Migrarea Grupului la un nou sistem ERP integrat ar putea întâmpina dificultăți și suferi întârzieri;
- ✓ Experiența limitată a Grupului în întocmirea situațiilor financiare trimestriale conform IFRS-UE;
- ✓ Este posibil ca filialele din segmentul de distribuție al Grupului să funcționeze pe baza unor contracte de concesiune ce nu sunt în vigoare;
- ✓ Un acționar minoritar al filialelor de distribuție și de furnizare (EDMN, EDTN, EDITS și Electrica Furnizare) ar putea avea dreptul de a solicita Electrica să vândă o parte dintre acțiunile pe care le deține în respectivele societăți pe BVB;
- ✓ Grupul se poate confrunta cu riscuri asociate cererilor de restituire cu privire la proprietăți imobiliare;
- ✓ Titlul de proprietate asupra anumitor proprietăți imobiliare deținute de membrii Grupului ar putea fi considerat incert;
- ✓ Prevederi legale ar putea să îi interzică filialei Electrica Furnizare să suspende sau să interzică furnizarea de energie electrică către anumii clienți ai Grupului, chiar dacă aceștia nu și-au îndeplinit obligațiile de plată;
- ✓ Neîndeplinirea obiectivelor cuprinse în strategia de afaceri stabilită de Conducerea poate face ca reducerile de costuri și creșterea veniturilor Grupului să fie sub nivelurile previzionate;
- ✓ Reputația, perspectivele sau rezultatele operaționale ale Grupului ar putea fi afectate negativ de pretenții sau litigii;
- ✓ Nerespectarea legislației privind achizițiile publice de către membrii Grupului ar putea duce la amenzi și anulări de contracte;
- ✓ Grupul ar putea fi obiect al unor pretenții de asigurare pentru care nu are constituite rezerve adecvate;
- ✓ Riscul unei posibile anulări a Majorității de Capital și/sau a Ofertei;
- ✓ Majoritățile de capital sub forma aportului statului de terenuri pot conduce la dețineră, de către Stat, a unui procent mai mare de 50% din acțiunile Electrica;
- ✓ Este posibil că membrii Grupului să nu dețină titluri valabile asupra terenurilor pe care se află rețeaua de distribuție sau asupra infrastructurii aferente rețelei electrice pe care o exploatează;

(continuare în pagina 4)

PIATA Energia electrică în imperiul liberalizării

Riscuri privind activitatea și sectorul Grupului

(urmare din pagina 3)

- Majorările de capital al Societății prin aport în natură sub forma terenurilor pot fi anulate;
- Fondul Proprietate, în calitate de acționar minoritar al filialelor de distribuție și furnizare ale Grupului, poate încerca să blocheze luarea de decizii;
- În cazul în care legea care interzice cumpărarea de acțiuni de către Electrica nu se modifică, acest lucru va limita strategia Grupului;
- Poziția Grupului pe piețele de distribuție și furnizare a energiei electrice le-ar putea expune la acțiuni în legătură cu abuzul de poziție dominantă;
- Prevederile incluse în anumite contracte de finanțare la care membrii Grupului sunt părți ar putea restricționa activitatea acestora;
- Grupul poate fi expus unor răspunderi în legătură cu Ajutorul de Stat;
- Societățile și se pot impune de către autoritățile fiscale obligații fiscale suplimentare pentru perioade anterioare;

Riscuri privind Reorganizarea

- Lichidarea și insolvența filialelor din segmentul furnizării de servicii energetice și Divizarea ar putea atrage răspunderi juridice reziduale pentru Societate;
- Divizarea poate fi atacată de terțe părți sau poate fi impozabilă față de ENEL, EON și CEZ.

Riscuri privind România

- Există o serie de riscuri asociate investițiilor pe piețe în curs de dezvoltare, inclusiv în România, care pot fi mai mari decât riscurile inerente piețelor mai dezvoltate;
- Incertitudinile politice și economice ar putea afecta negativ valoarea investițiilor din România, inclusiv cea a Valorilor Mobiliare Oferte;
- Incertitudinea juridică în legătură cu instituțiile Statului implicat în privatizarea Societății ar putea întârzia finalizarea Ofertei;
- Instabilitatea politică din Ucraina ar putea afecta negativ și semnificativ Grupul;
- Anumite evenimente globale ar putea afecta indirect perspectivele României, cu efecte nefavorabile asupra Grupului;
- Corupția și spălarea banilor ar putea afecta capacitatea Grupului de a își desfășura activitatea și ar putea avea un efect negativ semnificativ asupra activității, situației financiare, rezultatelor financiare și perspectivele acestuia;
- România poate înregistra niveluri ridicate ale volatilității cursului de schimb și ale ratelor inflației ceea ce ar putea afecta negativ Grupul;
- România se poate confrunta cu dificultăți în ceea ce privește procesul de post-aderare la Uniunea Europeană;
- Infrastructura României este în stare precară și ar putea perturba desfășurarea normală a activității ceea ce va afecta activitatea, rezultatele operaționale și perspectivele Grupului;
- Sistemul juridic și cadrul legislativ din România se află într-un proces continuu de dezvoltare, ceea ce poate crea un mediu nesigur pentru investiții și afaceri;
- Sistemul fiscal din România poate suferi modificări și poate genera interpretări înconsecvente ale legislației fiscale.

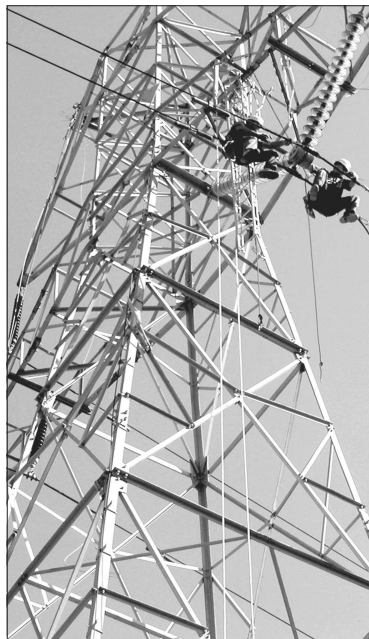
Riscuri privind Oferta și Valorile Mobiliare Oferte

- Societatea este un holding ce desfășoară un număr limitat de operațiuni și se bazează pe filiale să furnizeze fondurile necesare pentru respectarea obligațiilor sale financiare și de plată a dividendelor aferente Acțiunilor Oferte;
- În prezent, nu există o piață de tranzacționare pentru Valorile Mobiliare Oferte;
- Potențială volatilitate a prețului Valorilor Mobiliare;
- Vânzările viitoare sau posibilitatea reală de a vinde un număr semnificativ de Valori Mobiliare printr-o tranzacție publică ar putea afecta negativ prețul curent de tranzacționare a Valorilor Mobiliare Oferte;
- Se poate că transferul liber al Valorilor Mobiliare Oferte să nu fie posibil, în special în SUA sau alte țări;

(continuare în pagina 5)

Piața energiei electrice din țara noastră a fost liberalizată gradual, începând cu anul 2000. Liberalizarea pieței înseamnă să nu mai ai prețuri stabilite de un regulament, ci care sunt negociate liber între consumatori și furnizori.

O nouă etapă a liberalizării a început la 1 ianuarie 2007, cu urmare a implementării Directivelor Europene 2003/54/CE și 2009/72/CE ale Parlamentului European și ale Consiliului (al Doilea Pachet al Energiei). Drept urmare, liberalizarea pieței de furnizare a energiei electrice (pe care activează Electrica SA prin filiala Electrica Furnizare) este în curs și o liberalizare totală este programată să se încheie până la 1 ianuarie 2018, când tarifele reglementate pentru energia electrică furnizată consumatorilor casnici și celor asimilați consumatorilor casnici (CET-uri), care nu și-au exercitat dreptul de eligibilitate (n.r. de a-și alegi singuri furnizorul) vor fi eliminate.



În cazul consumatorilor necasnici (companiile), tarifele reglementate pentru energia electrică au fost eliminate începând cu 1 ianuarie 2014.

Liberalizarea este implementată treptat în România pentru a proteja consumatorii casnici de creșterea bruste a prețului. Începând cu sfârșitul lui 2017, contractele de furnizare reglementate nu vor mai fi permise sub legea română cu excepția categoriilor consumatorilor vulnerabili, definiți ca fiind acei clienți casnici care, din motive de vârstă, sănătate sau venituri reduse, se află în risc de marginalizare socială.

Liberalizarea este menită să creze o piață transparentă, în care competiția permite consumatorilor să beneficieze de prețuri mici și servicii de calitate superioară. În plus, introducerea în rețea a surselor de producție regenerabile, precum sursele eoliene și fotovoltaice, care produc o cantitate mai variabilă decât sursele de producție convenționale și nucleare, necesită flexibilitatea rețelelor de electricitate pentru a exista o corespondență mai eficientă între producția variabilă și cerere.

Până la 31 decembrie 2012, ca urmare a acestei liberalizări în creștere a pieței, aproximativ jumătate din energia electrică totală consumată în țara noastră a fost tran-

zaționată pe bază de contracte reglementate.

Conform ANRE (reglementatorul pieței de energie), consumul intern de energie electrică din țara noastră a fost de 49,7 TWh în 2013, în scădere cu 5,1% comparativ cu 2012 și cu 7,5% comparativ cu 2011. Această scădere a fost cauzată de mai mulți factori, inclusiv diminuarea consumului marii industrii energointensive cum ar fi întreprinderile din siderurgie, chimie, petrochimie și măsurile de eficientizare luate de unii consumatori industriali.

Asfel, în 2013, cererea de energie a fost mult sub ofertă, prețurile s-au prăbușit în piața liberă, nu numai datorită scăderii consumului, ci și pe fondul unei producții de energie eoliană mari și ieftine (pe bursa de energie se tranzacționează fără cele-

brele și costurile certificate verzi, pe care toi consumatorii sunt obligați să le plătească). Fenomenul a favorizat procesul de liberalizare a pieței de energie, aducând prețuri accesibile tuturor consumatorilor, care se așteptau la scumpiri. 2014 a adus o stabilizare a consumului și prețurilor, fără perspective imediate de creștere.

În 2013, România a exportat 2,47 TWh, în 2012 - 1,15 TWh, iar în 2011 - 2,94 TWh. Conform politicii energetice naționale, țara noastră intenționează să rămână un exportator de energie până în anul 2020 și să continue să fie un jucător activ pe piața liberă de energie electrică din Europa Centrală.

Cea mai mare parte a consumului de energie electrică din țara noastră vine din partea consumatorilor non-

casnici (industria), care au reprezentat 65,1% din consumul total în 2012 și 62,1% în 2013. Consumatorii casnici au avut 23% din consumul de energie electrică în 2012 și 22,6% în 2013.

Conform ANRE, consumul înregistrat de consumatorii finali (fără consumul din sectorul energetic) a totalizat aproximativ 43,77 TWh în 2013 și 45,88 TWh în 2012.

Consumul mediu de energie electrică pe locuitor în România este încă semnificativ mai mic decât consumul mediu de energie electrică în cele 28 state membre UE. În 2012, consumul de energie electrică pe locuitor în România a fost de 2,3 MWh, în timp ce consumul mediu pe locuitor în toate țările UE a fost de 6 MWh (în condițiile în care România abia acum implementează măsuri de eficiență energetică), iar în țările din Europa Centrală și de Est a fost de 4,3 MWh.

Piața de electricitate din țara noastră a înregistrat schimbări semnificative în ultimii ani. Cele mai importante au fost determinate de măsuri de reglementare, inclusiv de liberalizarea treptată a pieței, interzicerea încheierii de contracte negociate de achiziție de energie electrică în afara pieței administrate de OPCOM, precum și separarea operatorilor integrați pe verticală.

În ciuda liberalizării semnificative a pieței noastre de energie, prețurile pentru electricitate variază față de media din UE. Prin comparație, prețurile pentru energia electrică din România pentru consumatorii casnici și necasnici sunt considerabil mai mici decât cele din țările europene. Suntem ceva mai scumpi doar decât Bulgaria și Ungaria.

În 2013, prețul mediu al pieței angro de energie electrică calculat pe baza raportărilor lunare ANRE, a fost de 181,1 lei/MWh, iar în 2012 și 2011, acesta a fost de 196,1 lei/MWh și, respectiv, 180,5 lei/MWh. Schimbarea dintre 2012 și 2013 reprezintă o scădere de 7,6%.

Prețul cu amănuntul al energiei electrice (fără a include tariful de distribuție) este influențat de mulți factori, printre care condițiile de piață, cadrul legislativ și prețul mediu angro. Conform ANRE, prețul mediu cu amănuntul în 2013 a fost de 297 lei/MWh, în timp ce în 2012 a fost de 293 lei/MWh, ceea ce reprezintă o creștere de 0,3%.

OPCOM (operatorul bursei noastre de energie) asigură transparența prețurilor pentru energie pe toate platformele sale de tranzacționare. Conform OPCOM, cantitatea totală de energie electrică tranzacționată în 2013 a fost de aproximativ 32,8 TWh, reprezentând aproximativ 66% din cererea totală din România.

Pentru acționarii Electrica SA este un mare avantaj transparența acestuia a pieței având posibilitatea unui control temeinic a operațiunilor Electrica Furnizare.

Pe bursa de energie, cei mai mari vânzători sunt producătorii de energie deținuti de stat (Hidroelectrică, Nucleară electrică, Complexul Oltenia). Pe energia lor se bat peste 100 de furnizori, printre care și Electrica Furnizare, care, ca să-și asigure contractele, trebuie să ofere prețuri mai bune (mai mari) decât competitorii săi.

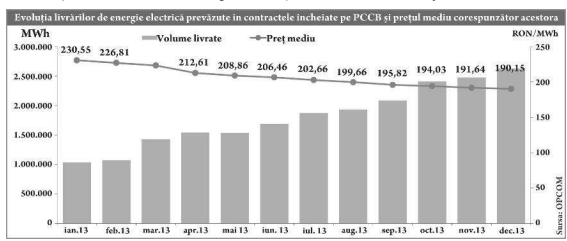
Data	Procent
1 septembrie 2012	15%
1 ianuarie 2013	30%
1 aprilie 2013	45%
1 iulie 2013	65%
1 septembrie 2013	85%
1 ianuarie 2014	100%



Capacitatea de producție a energiei electrice din țara noastră se confruntă cu o serie de provocări, în special depășirea limitei tehnice a duratei de viață a capacităților de producție. Aproximativ 30% din capacitățile noastre de producție sunt vechi de peste 40 de ani, iar altele 25% sunt vechi de aproximativ 30 de ani. În ultimii cinci ani, au fost puse în funcțiune doar aproximativ 15% din capacitățile noi de producție a energiei electrice din țară.

În ultimii zece ani, în România a fost închise capacități de producție termice de aproape 3 GW. Se așteaptă alte închideri de capacități de producție în următorii zece ani, deoarece multe centrale electrice au nevoie de înlocuirea tubulaturii și de modernizare pentru a răspunde cerințelor UE în temerenele limita obligatorie agregate.

Data	Procent
1 iulie 2013	10%
1 ianuarie 2014	20%
1 iulie 2014	30%
1 ianuarie 2015	40%
1 iulie 2015	50%
1 ianuarie 2016	60%
1 iulie 2016	70%
1 ianuarie 2017	80%
1 iulie 2017	90%
31 decembrie 2017	100%



Bloomberg Industry Leaderboard: "Cheltuielile pun presiuni pe profiturile companiilor de utilități"

• Totuși, acțiunile societăților din domeniu aduc randamente importante

Industria utilităților, care are venituri totale de 1.420.000 miliarde dolari, conform Bloomberg Industry Leaderboard, a investit în tehnologii - de la ferme eoliene la rețele inteligente - în parte ca să se alinieze normelor din domeniu, dar și pentru modernizarea infrastructurii îmbătrânite.

Dar, cheltuielile pun presiuni pe profiturile companiilor din domeniu, pe termen scurt, iar

cele mai mari riscuri ce amenință domeniul - de la vremea rea la atacurile cibernetice, sunt greu de contracarat.

În Europa, industria utilităților va înregistra o scădere medie a vânzărilor de 1,71% într-un an, în timp ce profiturile companiilor din domeniu se vor reduce cu 8,75%, potrivit estimărilor Bloomberg Industry Leaderboard, care mai arată că profitul mediu pe acțiune din acest sector se va diminua cu 8,47%.

Pentru comparație, în SUA, vânzările din domeniu vor avea o creștere de 5,47%, conform Bloomberg Industry Leaderboard, care anticipă avansul cu 6,27% a profiturilor societăților americane de utilități, respectiv aprecierea cu 6%, în medie, a profitului/acțiune.

Totuși, acțiunile companiilor europene de utilități le-au adus deținătorilor lor randamente importante, în ultimul an: GDF Suez din Fran-

ța +51%, "Enel" Italia +89%, EDF Franța +46%, RWE Germania +53%, E.ON Germania +23% și Iberdrola Spania +47%.

Analizii arată că, de-a lungul timpului, acțiunile companiilor de utilități (energie electrică, gaze naturale, apă) le-au adus investitorilor nu doar dividende rezonabile, ci și oportunitatea de a-și asigura un câștig de capital rezonabil, din evoluția prețurilor acțiunilor.

Estimări privind evoluția rezultatelor companiilor de utilități din Europa, în următorul an

Compania	Vânzări	Profit
GDF Suez Franța	-1,54%	-2,09%
Enel SpA Italia	-2,90%	-7,78%
EDF Franța	-1,18%	1,28%
RWE AG Germania	-5,92%	-41,50%
E.ON SE Germania	-3,22%	-20,62%
Iberdrola SA Spania	-1,87%	-13,37%

Sursa: Bloomberg Industry Leaderboard



RADIOGRAFIE

Grupul Electrica SA controlează 39% din distribuția de electricitate

● Este nr. 1 la furnizarea de energie către clienții finali

Puținii știu că Electrica SA, societatea la care statul vinde pe Bursă 51% din acțiuni, este, de fapt, un grup. Adică nu se ocupă direct de distribuția și furnizarea de energie, ci face acest lucru prin intermediul filialelor sale. Practic, cei care vor cumpăra titluri Electrica în cadrul IPO-ului vor fi acționari ai unei "pălării" care adăpostește filiale valoroase din punct de vedere al profilului garantat respectiv, al celor de dezvoltare și eficiențiere.

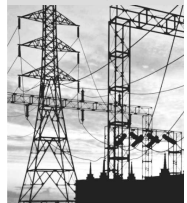
Electrica SA este deținută de stat în proporție de 100%. După listare, statul va rămâne cu un pachet de 49%.

Electrica SA are ca filiale societățile Electrica Distribuție Muntenia Nord (EDMN), Electrica Distribuție Transilvania Nord (EDTN), Electrica Distribuție Transilvania Sud (EDTS), Electrica Furnizare și Electrica Serv (vezi schema alăturată), unde nu este unic acționar, ci deține participări de cel puțin 78%, alături de Fondul Proprietatea (care are câte 22%).

EDMN, EDTS și EDTN sunt societăți care se ocupă numai de distribuția de electricitate, iar Electrica Furnizare se ocupă cu furnizarea de energie (cumpără energia de pe piața liberă și o vinde către consumatori - populație și companii). Electrica Serv se ocupă cu realizarea de lucrări de întreținere, reparații, mentenanță, dar și modernizarea rețelei de distribuție.

Top 10 furnizori de energie pe piața liberă și reglementată

Electrica Furnizare	22%
ENEL	20%
Enel Energie	10,1%
Enel Energie Muntenia - 9,9%	
E.ON Energie România	8,2%
CEZ Vanzare	7,7%
Alro	6,9%
Tinmar IMD	4,8%
Petrom	3%
Repower Furnizare	3%
EFT Furnizare	3%
Arcelor Mittal Galați	2,7%



Ca grup, Electrica SA este cel mai mare distribuitor și furnizor de energie electrică din țara noastră. Anul trecut, grupul a obținut venituri de aproximativ 5,2 miliarde lei și EBITDA (profit înainte de dobânzi, taxe, deprecieri și amortizări) de aproximativ 749 milioane lei, a distribuit aproximativ 16,1 TWh, reprezentând aproximativ 39% din totalul distribuit în România și a furnizat aproximativ 9,7 TWh de energie electrică, reprezentând aproximativ 22,1% din totalul electricității furnizate în România, către aproximativ 3,56 milioane de consumatori finali.

Grupul desfășoară activități în zone foarte populate și industrializate din țara noastră având monopol natural în zonele de distribuție (Muntenia Nord, Transilvania Sud și Transilvania Nord).

La 31 martie 2014, activitatea de distribuție a Electrica utilizează 8.389 km de linii de înaltă tensiune, 45.643 km de linii de medie tensiune și 134.834 km de linii de joasă tensiune, susținute de 28.514 transformatoare, toate deservind un număr de aproximativ 3,6 milioane utilizatori.

Companiile de distribuție și furnizare a electricității precum Electrica SA sunt preferate de investitori, în special cei pe termen lung, întrucât au veniturile și profiturile garantate de către autoritatea de Reglementare.

La 31 martie 2014, aproximativ 94% din veniturile rezultate din segmentul de distribuție al Grupului Electrica proveneau din venituri reglementate. Veniturile reglementate pentru fiecare din EDMN, EDTN și EDTS sunt determinate conform tarifelor aprobate de ANRE (reglementatorul pieței de energie din țara noastră).

Investițiile după listare

Autoritățile au prevăzut în prospectul IPO-ului Electrica SA cheltuielile de capital totale previzionate de Grup până la 31 decembrie 2018, care sunt estimate la 6,3 miliarde lei. Din acest total, 4,7 miliarde lei sunt destinate investițiilor în segmentul de distribuție, în investiții ce sunt considerate de ANRE în calculul tarifelor de distribuție aplicabile Grupului.

Conducerea intenționează să dezvolte rețeaua de distribuție a Grupului prin modernizarea infrastructurii existente în vederea reducerii pierderilor din rețea, îmbunătățirii flexibilității rețelei și îmbunătățirii calității, stabilității și siguranței rețelei de distribuție, cât și prin instalarea de contoare inteligente în infrastructura de rețea inteligentă precum sistemele EMS/DMS/OMS SCADA pentru creșterea eficienței operaționale.

Managementul Societății intenționează să investească aproximativ 3 miliarde lei în perioada 2014 - 2018 pentru modernizarea rețelei de distribuție și reducerea pierderilor din rețea, îmbunătățirea calității, stabilității și siguranței ofertei și se solicită să acordeze utilizatorilor noi în regiunea pentru care are licență, ceea ce implică investiții în rețeaua electrică la toate nivelele de tensiune existente în segmentul de distribuție.

De asemenea, în perioada 2014 - 2018, managementul Electrica SA se așteaptă să investească aproximativ 1,1 miliarde lei în dezvoltarea rețelei pentru a-i permite racordarea celor noi utilizatori.

Conducerea și propune să investească în rețeaua proprie aproximativ 1,5 miliarde lei în introducerea de sisteme de măsurare inteligentă și în infrastructura de rețea inteligentă în



Distribuția energiei electrice reprezintă transportul acesteia prin rețelele de distribuție de la rețeaua de transport către consumatorii finali. Energia electrică este distribuită prin linii de înaltă tensiune (110 kV), medie tensiune (de la 1 kV la 110 kV) și joasă tensiune (până la 1 kV). Pe baza informațiilor ANRE, la 19 mai 2014, 48 de entități din România a energiei electrice. Dintre acestea, opt operatori de distribuție dețin dreptul de concesiune de la Stat pentru a opera ca monopoluri regionale în diverse regiuni ale țării. Din acest grup fac parte și EDMN, EDTN și EDTS. Fiecare dintre acestea este responsabilă de distribuția exclusivă a energiei electrice în regiunea pentru care este licențiată, în cadrul unui monopol natural, pe baza unui acord de concesiune încheiat cu Statul. Tarifele de distribuție a energiei electrice sunt stabilite de ANRE. Rețelele de distribuție a energiei electrice sunt formate din linii electrice, stații de transformare, posturi de transformare, transformatoare și alte echipamente.

Apromătoarele aceste investiții sunt recunoscute de ANRE în tarifele de distribuție aprobate pentru următorii cinci ani începând din 2014. Tarifele sunt analizate și ajustate anual de ANRE, care operează reduceri în cazul în care planul de investiții nu a fost îndeplinit sau dacă investiții nu au nivelul așteptat de eficiență (reducere a intrerperțiilor în alimentare și a pierderilor din rețea). Desigur, tarifele pot crește în urma unor investiții suplimentare care pot apărea.

Electrica Furnizare activează pe o piață extrem de competitivă

La 31 decembrie 2012, existau, în total, aproximativ 9 milioane de consumatori pe piața energiei electrice din România, dintre care 94% erau casnici.

Energia electrică totală furnizată în România în 2013 a fost de 43,8 TWh. În 2013, aproximativ 26% din energia electrică totală furnizată a fost transmisă către consumatori

casnici, iar aproximativ 74% din energia electrică totală furnizată a fost transmisă către consumatori noncasnici (companii).

Segmentul de furnizare al Grupului Electrica poate fi afectat de intensificarea concurenței, atât din partea companiilor existente pe piață, cât și a celor care intră pe piață, în special în contextul liberalizării continue a pieței de furnizare a energiei electrice către consumatori casnici. Acești concurenți pot avea resurse disponibile mai mari, și pot decide stabilirea unui preț al energiei electrice competitive în raport cu prețurile oferite de Grupul Electrica.

Cum piața de electricitate pentru toate companiile este liberă de la 1 ianuarie 2014 (societățile au dreptul să-și schimbe oricând furnizorul de energie și să negocieze prețul), Electrica Furnizare, filiala Electrica SA, activează pe o piață puternic concurențială, dominată de cerere și nu de ofertă, cu marje mici de profit. Pe această piață nu există tarife reglementate, prețul fiind stabilit în funcție de cerere și ofertă. Astfel, furnizorii se bat pentru a cumpăra o

energie cât mai ieftină pentru clienți pentru a avea o marjor de profit cât mai mare.

Piața liberă de energie se confruntă acum cu prețuri mici pentru energie și cu o cerere mai mică decât oferta în urma diminuării semnificative a consumului din 2013.

Cum a luat naștere grupul Electrica

Dezvoltarea industriei de furnizare și distribuție a energiei electrice din România a accelerat în perioada industrializării rapide a țării din regimul comunist, între anii 1955-1989, precum și în urma includerii mai multor companii energetice regionale și a creării mai multor companii de producție și dezvoltare a echipamentelor pentru distribuția și furnizarea energiei electrice.

În 1990, Guvernul a creat o întreprindere integrată vertical, deținută de stat - Regia Autonomă de Electricitate (RENEL), în vederea producerii, transportului și distribuției energiei electrice și a agentului termic, a dezvoltării Sistemului Electroenergetic Național și a desfășurării activității de import și export de energie electrică din și în România.

În 1998, RENEL a fost restructurată în trei companii: Compania Națională de Electricitate CONEL, Societatea Națională Nuclearoelectrică SA și Regia Autonomă pentru Activități Nucleare, CONEL a fost responsabilă de producția, transportul, distribuția și furnizarea de energie electrică și de producția și comercializarea de energie termică, prin intermediul celor trei filiale pe care le deținea în totalitate: Hidroelectrică - producător de energie electrică în hidrocentrale, Termoelectrică - un producător de energie termică și Electrica - distribuitor și furnizor de energie electrică, care era o companie predecesora a actualei Electrica SA.

În 2000, CONEL a fost reorganizată în patru societăți independente: Compania Națională de Transport al Energiei Electrice - Transselectica, Societatea Comercială de Producere a Energiei Electrice și Termice - Termoelectrica, Societatea Comercială de Producere a Energiei Electrice - Hidroelectrică și Societatea Comercială de Distribuție și Furnizare a Energiei Electrice - Electrica.

În 2002, conform HG 1342/2001, Electrica a fost reorganizată în opt filiale de distribuție și furnizare regionale, deținute în totalitate de acestea: Electrica Moldova, Electrica Dobrogea, Electrica Muntenia Nord, Electrica Oltenia, Electrica Banat, Electrica Transilvania Nord, Electrica Transilvania Sud și Electrica Muntenia Sud.

Între 2004 și 2005, ca parte a programului de privatizare inițiat de Guvernul Năstase, Enel Italia a achiziționat un pachet de control în Electrica Banat și Electrica Dobrogea, iar E.ON Germania a cumpărat pachetul de control la Electrica Moldova. În aceeași perioadă, CEZ Cehia a achiziționat un pachet de control la Electrica Oltenia, iar între 2007 și 2008, Enel a câștigat licitația pentru preluarea pachetului majoritar și în Electrica Muntenia Sud.

Astfel, Electrica SA a rămas acționar minoritar în filialele privatizate și acționar majoritar în cele care fac parte și acum din componența sa. Enel, E.ON și CEZ sunt acum competitorii săi pe piața de distribuție și furnizare a electricității din țara noastră.

Grupul Electrica SA a fost recent reorganizat. Statul a decis să scoată din Electrica SA, într-o companie separată, participațiile minoritare la filialele privatizate. De asemenea, ca urmare a acestui proces, au fost inițiate proceduri de lichidare voluntară și de insolvență în legătură cu patru din cele cinci filiale de servicii energetice (din filiala Electrica Serv) care, anterior, funcționau în afara ariei geografice în care opera segmentul de distribuție al Grupului. Participațiile minoritare ale Grupului Electrica au fost transferate către SAPE, o societate nou înființată în scopul administrării acestor active la care Statul este acționar unic. ■

Riscuri privind Oferta și Valorile Mobiliare Oferite

(urmare din pagina 4)

✓ Este posibil ca Deținătorii de Valori Mobiliare Oferite din anumite jurisdicții (inclusiv din Statele Unite) să nu își poată exercita dreptul de preemțiune și prin urmare participarea deținută să fie diluată;

✓ Imposibilitatea admiterii Valoilor Mobiliare la tranzacționare la Bursa de Valori din București și la Bursa de Valori din Londra, după caz;

✓ Suspendarea de la tranzacționare a Acțiunilor;

✓ Este posibil ca investitorii să nu poată pune în executare hotărâri judecătorești împotriva Societății pronunțate de instanțe din SUA;

✓ Fluctuațiile cursului de schimb valutar pot afecta profitul din investiția în Acțiuni;

✓ Societatea poate să nu plătească dividende în viitor, iar acționarii străini și deținătorii de GDR pot fi supuși unor limitări sau întâzieri în repatrierea veniturilor din distribuțiile efectuate în baza Acțiunilor suport;

✓ În urma Ofertei, este posibil ca deținătorii Acțiunilor să nu poată depune Acțiunile în depozitul destinat GDR al Societății în vederea primirii de GDR, iar modificările politice de reglementare din România cu privire la plasamentul și tranzacționarea Acțiunilor în afara României sub formă de GDR sau sub altă formă pot afecta în mod negativ piața Valoilor Mobiliare care vor fi oferite;

✓ Drepturile de vot aferente Acțiunilor reprezentate de GDR sunt supuse pașilor procedurali și limitărilor practice impuse de termenii Contractului de Depozit și de cerințele relevante ale legii române;

✓ E posibil ca drepturile acționarilor minoritari să fie limitate conform legii din România.

Electrica, venituri de 1,2 miliarde de lei, în primul trimestru

Compania Electrica a generat un profit net consolidat, excluzând participațiile minoritare, de 243 milioane RON la veniuri de aproximativ 5,2 miliarde RON în anul 2013 și un profit net consolidat, excluzând participațiile minoritare, de 60 milioane RON la veniuri de aproximativ 1,2 miliarde RON în primul trimestru din 2014.

EBITDA la nivel consolidat a fost de 222 milioane RON în primul trimestru din 2014, în comparație cu 180 milioane RON în primul trimestru din 2013. EBITDA la nivel consolidat s-a ridicat la 749 milioane RON, 647 milioane RON și 275 milioane RON în 2013, 2012 și respectiv, 2011, potrivit unui comunicat al companiei.

Grupul Electrica a fost recent reorganizat, iar ca urmare a acestui proces, participațiile minoritare ale Grupului au fost transferate către o societate nou înființată în scopul administrării acestor active, la care Statul este acționar unic.

Segmentul de distribuție al Electrica este reprezentat de Electrica Distribuție Muntenia Nord, Electrica Distribuție Transilvania Sud, Electrica Distribuție Transilvania Nord și compania de servicii energetice Electrica Serv și este limitat din punct de vedere geografic la regiunile Muntenia Nord, Transilvania Nord și Transilvania Sud.

Segmentul de distribuție operează în baza unor contracte de concesiune pe termen lung acordate de Ministerul Economiei, valabile până în 2054 și în baza unor licențe emise de ANRE, valabile până în 2027, care au o perioadă de reînnoire pentru încă 25 ani. Electrica oferă, de asemenea, servicii de întreținere și reparații de echipamente și alte servicii auxiliare rețelei sale de distribuție și, într-o măsură mai mică, unor țere părți prin intermediul filialei de servicii energetice Electrica Serv.

La 31 martie 2014, Electrica opera o rețea de distribuție de 8.389 km de linii de înaltă tensiune, 45.643 km de linii de medie tensiune și 134.834 km de linii de joasă tensiune. ■

Structura Grupului în urma Reorganizării, împreună cu datele financiare și operaționale principale la 31 decembrie 2013 este prezentată mai jos pentru fiecare din filialele Electrica, cu excepția SEMU și a celor patru filiale aflate în dificultate financiară:

78% ⁽¹⁾		78% ⁽¹⁾		78% ⁽¹⁾		100%		78% ⁽¹⁾	
ELECTRICA DISTRIBUȚIE TRANSILVANIA NORD SA (EDTN)		ELECTRICA DISTRIBUȚIE TRANSILVANIA SUD SA (EDTS)		ELECTRICA DISTRIBUȚIE MUNTENIA NORD SA (EDMN)		ELECTRICA SERV SA ('ELECTRICA SERV')		ELECTRICA FURNIZARE SA ('ELECTRICA FURNIZARE')	
● Venituri: 619 mil. RON	● Venituri: 679 mil. RON	● Venituri: 737 mil. RON	● Venituri: 396 mil. RON	● Venituri: 19,6 mil. RON	● Venituri: 4.780 mil. RON	● Venituri: 4.780 mil. RON	● Venituri: 4.780 mil. RON	● Venituri: 4.780 mil. RON	● Venituri: 4.780 mil. RON
● 8,9% din total Grup ⁽²⁾	● 9,8% din total Grup ⁽²⁾	● 10,6% din total Grup ⁽²⁾	● 5,7% din total Grup ⁽²⁾	● 19,6% din total Grup ⁽²⁾	● 68,9% din total Grup ⁽²⁾	● 68,9% din total Grup ⁽²⁾	● 68,9% din total Grup ⁽²⁾	● 68,9% din total Grup ⁽²⁾	● 68,9% din total Grup ⁽²⁾
● EBITDA ⁽³⁾ : 216 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 220 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 225 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 225 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 19,6 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 117 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 117 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 117 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 117 mil. RON	● EBITDA ⁽³⁾ : 117 mil. RON
● 1,2 milioane Utilizatori	● 1,1 milioane Utilizatori	● 1,3 milioane Utilizatori	● 1,3 milioane Utilizatori	● 1,3 milioane Utilizatori	● 3,56 milioane Utilizatori	● 3,56 milioane Utilizatori	● 3,56 milioane Utilizatori	● 3,56 milioane Utilizatori	● 3,56 milioane Utilizatori
● Cota de piață națională 11% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 13% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 15% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 15% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 15% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 22,1% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 22,1% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 22,1% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 22,1% ⁽⁴⁾	● Cota de piață națională 22,1% ⁽⁴⁾
SEGMENT DE DISTRIBUȚIE		SEGMENT DE DISTRIBUȚIE		SEGMENT DE DISTRIBUȚIE		SEGMENT DE DISTRIBUȚIE		SEGMENT DE FURNIZARE	
TOTAL Venituri: 2.056 milioane RON		TOTAL Venituri: 2.056 milioane RON		TOTAL Venituri: 2.056 milioane RON		TOTAL Venituri: 2.056 milioane RON		TOTAL Venituri: 4.780 mil. RON	
29,6% din total Grup ⁽²⁾		29,6% din total Grup ⁽²⁾		29,6% din total Grup ⁽²⁾		29,6% din total Grup ⁽²⁾		68,9% din total Grup ⁽²⁾	
Total EBITDA: 681 mil. RON ⁽³⁾		Total EBITDA: 681 mil. RON ⁽³⁾		Total EBITDA: 681 mil. RON ⁽³⁾		Total EBITDA: 681 mil. RON ⁽³⁾		Total EBITDA: 117 mil. RON ⁽³⁾	
Total Utilizatori: 3,6 milioane Utilizatori		Total Utilizatori: 3,6 milioane Utilizatori		Total Utilizatori: 3,6 milioane Utilizatori		Total Utilizatori: 3,6 milioane Utilizatori		Total Clienți: 3,56 milioane	

(1) Restul de 22% din EDTN, EDTD, ADMN și Electrica Furnizare este deținut de Fondul Proprietatea SA

(2) Pentru anul încheiat la 31 decembrie 2013, Total Grup reprezintă veniturile Grupului înainte de eliminările și ajustările din consolidare

(3) EBITDA pentru segmentele operaționale este definită și calculată pornind de la profitul (pierdere) înainte de amortizare pentru un segment operațional ajustat(i) cu i) impozitele și deprecierile/reluarea deprecierii

imobilizărilor corporale și necorporale aferente segmentului operațional, ii) cheltuielile veniturilor financiare nete aferente segmentului operațional, iii) cota-parte din profitul (pierdere) investițiilor contabilizate prin metoda punerii în echivalență (după cum este prezentat în Situațiile Financiare Consolidate Auditate)

EBITDA nu este un indicator IFRS și nu trebuie tratat ca alternativă la indicatorul IFRS. Conducerea consideră că prezenta EBITDA sporește înțelegerea investitorilor cu privire la performanța financiară a Grupului. Acestă măsură non-IFRS nu este prezentată în conformitate cu IFRS, iar utilizarea acesteia de către Grup poate varia de a

altor societăți din industria în care activează Grupul. Acestă măsură non-IFRS prezintă limitări și instrument analitic și nu trebuie considerat izolat sau ca un înlocuitor al informațiilor financiare raportate conform IFRS.

(4) Pe baza volumului de electricitate distribuită în anul 2013

(5) Pe baza volumului de electricitate furnizată în anul 2013

(6) Cifrele sunt aferente segmentului de furnizare de energie electrică și Grupului și includ și activitățile de trading a Electrica SA

BROKERII

Electrica - efect pozitiv, dar nu spectaculos pentru lichiditatea BVB

Unul din vicepreședinții ANRE, acuzat de luare de mită

Claudiu Dumbrăveanu, unul din vicepreședinții ANRE (reglementatorul pieței de energie), a fost reținut, recent, pentru 24 de ore de DNA pentru trafic de influență și luare de mită de la Florin Gugu, director ENEL, în baza unei înțelegeri anterioare, pentru SC Electroalfa Internațional, companie din Botoșani al cărei președinte este Gheorghe Ciubotaru.

După 24 de ore Dumbrăveanu a fost eliberat, iar Curtea de Apel București a dispus luarea măsurii preventive a controlului judiciar față de vicepreședinte ANRE, Gheorghe Ciubotaru și Florin Gugu. Dumbrăveanu are interdicție să mai profeseze în ANRE până la închiderea cazului, potrivit deciziei Curții de Apel. Sancțiunile sale au fost redistribuite în ANRE.

Procurorii DNA susțin că, în cursul anului 2013, Dumbrăveanu a pretins și a obținut de la directorul ENEL, în baza unei înțelegeri anterioare, foloase necuvenite pentru SC Electroalfa Internațional. Foloasele constau în atribuirea a două contracte de execuție, lucrări în valoare totală de 407.199,10 lei, în schimbul efectuării (la 21 iunie 2013, 2 și 3 octombrie 2013) unor intervenții pentru activarea intereselor ENEL. Acestea aveau în vedere micșorarea procentului de reducere a tarifulor de la -6% la -1,3% (n.r. în urma unei duble facturări a certificatelor verzi), majorarea unui spor de eficiență de la 25% la 50% și informarea ENEL despre faptul că un control nu avea la bază o reclamație, ci era în programul anual de control. ■

Investițiile post-privatizare de la ENEL Muntenia Sud, în atenția DNA

Ziarul BURSA a relatat recent, în exclusivitate, informația că DNA ar investiga modul în care au fost duse la îndeplinire obligațiile investiționale ale Enel în cazul privatizării filialei Electrica Muntenia Sud, după cum ne-au spus surse apropiate situate.

Sursele noastre au afirmat: "Cazul comperii vicepreședintelui ANRE Claudiu Dumbrăveanu a pornit de la o sesizare primită de DNA în februarie 2013, potrivit căreia, pentru Enel Muntenia Sud, nu a fost respectată obligația de investiții, cu acordul tacit al autorităților din ANRE. În sesizare se spune că au fost raportate investiții parțiale, care ar fi fost acceptate fără proceduri de verificare și control din partea reprezentanților ANRE, în schimbul unor sume de bani date cu titlu de mită persoanelor din comisiile de sesizare și recepție. De asemenea, sesizarea mai spune că reprezentanții de la în vîduțarea cedării instituțiilor implicate în privatizarea Electrica ar fi avut în vedere favorizarea grupului italian ENEL în procedura de atragere a investitorilor pentru Unitățile 3 și 4, în schimbul unor sume de bani. Aceste aspecte sesizate inițial fac obiectul unui dosar separat, în care, deocamdată, nu au fost formulate capete de acuzare".

De asemenea, surse din pieța de energie ne-au spus că investigațiile DNA ar fi pornit de la sesizarea Curții de Conturi, care în rapoartele publicate pentru 2011 și 2012, a semnalat deficiențe în activitatea de monitorizare post-privatizare derulată de Electrica SA, privind investițiile obligatorii și modul lor de finanțare precum și de încesarea dividendelor de către statul român. Raportul Curții din 2012, care este public, stipulează că "au fost sesizate organele de urmărire penală, faptele constatate prezentând indicii de încălcare a legii penale".

Curtea de Conturi a constatat, în urma controloanelor realizate în 2011, că sunt abateri în cazul tuturor celor cinci contracte de privatizare ale filialelor Electrica SA, semnate cu ENEL Italia, CEZ Cehia și E.ON Germania. Investitorii nu și-au respectat o parte din obligațiile privind investițiile, iar autoritățile nu au monitorizat la timp îndeplinirea clauzelor contractuale. ■

SSIF Broker: "Riscul de reglementare este unul din cele mai importante pentru Electrica"

Cei interesați să investească la oferta "Electrica", aflată în derulare, trebuie să știe, în primul rând, că "Electrica" este cea mai mare companie de furnizare și distribuție a energiei electrice din țară, având o cotă de piață de 22%, respectiv 39% în 2013, consideră analiștii SSIF Broker.

Potrivit acestora, principalele avantaje ale companiei, care o fac atractivă pentru investitori, sunt faptul că are venituri și cash-flow-uri relativ stabile datorită activităților reglementate, - faptul că managementul intenționează să eficientizeze activitatea prin reducerea costurilor (de exemplu, diminuarea consumului propriu tehnologic și îmbunătățirea productivității muncii prin consolidarea mai multor funcții de suport într-un singur centru și o reducere cu 10% a numărului de salariați până la sfârșitul anului 2016, în principal în activitatea de furnizare), precum și creșterea activității de furnizare, pe termen lung, a cheltuielilor de mentenanță, ca urmare a programului ambițios de investiții pe 2014-2018, în valoare de 6,3 miliarde lei; - faptul că are o poziție netă de numerar (379 milioane lei în trimestrul I 2014), permițând plata unor dividende rezonabile și finanțarea investițiilor, fără o îndatorare semnificativă; faptul că managementul a indicat o rată înaltă de distribuție a dividendelor de 85% din profitul net consolidat IFRS, începând cu anul 2014.

"Riscul de reglementare este unul din cele mai importante riscuri pentru Electrica, în opinia noastră", ne-a transmis Departamentul de Analiză SSIF Broker, care precizează: "Autoritatea care reglementează piața energiei electrice, ANRE, stabilește tarifele de distribuție a energiei electrice (având în vedere că activitatea de distribuție este considerată monopol natural) și tarifele de furnizare pe piața reglementată".

Reprezentanții intermediarului adaugă: "Există un risc de execuție referitor la implementarea programului ambițios de investiții pentru anii 2014-2018, în valoare de 6,3 miliarde lei, precum și a măsurilor legate de eficientizarea costurilor. Acești doi factori sunt foarte importanți pentru Electrica și, în opinia noastră, dacă nu vor fi implementați vor duce la o creștere a veniturilor sub cea așteptată și la economii mai scăzute de costuri".

În plus, Electrica este expusă la volatilitatea prețurilor energiei electrice, având în vedere că trebuie să achiziționeze energia pe care o furnizează la utilizatori, precum și cantitățile necesare pentru consumul propriu tehnologic, se mai arată în răspunsul SSIF Broker: "Este de așteptat ca procesul de liberalizare în derulare pentru consumatorii casnici (care urmează să fie finalizat la sfârșitul anului 2017) să pună presiune asupra marjei de profitabilitate din activitatea de furnizare. Cu toate acestea, managementul societății consideră că procesul actual de dereglementare a pieței ar putea fi oportunitate pentru Electrica să-și îmbunătățească profitabilitatea prin oferirea de servicii și o valoare adăugată mai mare pentru clienții săi".

Analiștii mai spun că nu pot exclude interferența statului în ceea ce privește programul de investiții al societății, alegerea membrilor consiliului de administrație sau politica de dividend, având în vedere poziția de control pe care o are după majorarea de capital din oferta (deținere de 48,8%). "În plus, tarifele la utilități sunt un subiect sensibil din punct de vedere politic, în special tarifele pentru gospodării", arată sursele citate.

"Un alt risc important pentru prețul acțiunilor de după listare ar fi ca, în cazul în care FP schimbă acțiunile deținute la cele trei companii de distribuție și, probabil, Electrica a Furnizare, cu o participație direct la Electrica, să existe o presiune la vânzare", conchide SSIF Broker.

Potrivit intermediarului, intervalul de preț al ofertei (11-13,5 lei/unitate) presupune un multiplu PER (n.r. Price earnings ratio - raport între prețul unei acțiuni și profitul pe acțiune) de 21,1x-25,9x (calculat cu profitul net obținut în 2013, ajustat cu cota-parte din profitul investițiilor contabilizate prin metoda punerii în



echivalență, după impozitare, și interesele fără control), mult mai mare decât mediana societăților similare, de 13,6x (cu rezultatele din anul 2013) sau 15x (cu estimările pe 2015), conform Reuters. Analiștii arată: "EV/EBITDA (indicator utilizat pentru determinarea valorii companiei) pe anul 2013 pentru Electrica este de 5,8-6,9x, mai mic decât mediana companiilor similare, de 9,8x (2013) și 10x (2015E). Cu toate acestea, în opinia noastră, disconturile EV/EBITDA sunt justificate de marjele mai mici de profitabilitate ale Electrica, în comparație cu societățile similare".

Cei de la SSIF Broker sunt de părere că, după listare, evoluția cotației Electrica va fi influențată în principal de gradul de suprassubscriere din oferta: "Pe termen lung, principalii factori de influență vor fi implementarea programului de investiții conform strategiei, evoluția tarifulor și randamentul dividendului".

În opinia acestora, listarea Electrica va avea, cel mai probabil, un efect pozitiv asupra lichidității BVB datorită capitalizării companiei și a free-float-ului mare. "De asemenea, includerea în principii indicii ai BVB va susține lichiditatea acțiunilor", adaugă analiștii SSIF Broker.

Potrivit acestora, lichiditatea BVB ar putea fi susținută, pe lângă listarea Electrica, de creșterea free-float-ului Romgaz după plasamentul privat de 4,99% realizat de Fondul Proprietatea și alte eventuale acțiuni de lichiditate a portofoliului de către Fondul Proprietatea. "Însă, pe termen mai lung, volumul vor avea de suferit în lipsa altor oferte", susțin analiștii citati.

Întrebați cum apreciază acțiunile din sectorul utilităților, cei de la SSIF Broker ne-au declarat că aceste acțiuni au în general o politică de dividend relativ stabilă și atractivă, aspect care este de apreciat în contextul în care recent s-au luat unele măsuri nefavorabile (ex. taxa pe construcții speciale, taxa pentru activitățile de monopol).

În opinia lor, listarea Electrica și pe bursa de la Londra crește vizibilitatea companiilor românești, fiind beneficii și datorită mărimii ofertei.

Alin Bredeea, "Prime Transaction": "Electrica va fi una din acțiunile din topul lichidității"

Intervalul de preț din oferta "Electrica" este echilibrat și corect stabilit, apreciază Alin Bredeea, director general adjunct la "Prime Transaction". Domnia sa este de părere că, după listare, probabil vom vedea un salt de circa 10% față de prețul din oferta, iar ulterior o volatilitate limitată a cursului de tranzacționare.

Lichiditatea Bursei de Valori București va crește, după listarea Electrica, însă nu într-un mod spectaculos, în opinia directorului "Prime Transaction".

"Electrica va fi una din acțiunile din topul lichidității la BVB", ne-a declarat domnul Bredeea.

Acesta apreciază că investitorii active pe piață și-ar fi dorit ca tranșa de capital să fie mai mare. "Însă, se pare că investitorii instituționali sunt prefași în ofertele statului român. De ce? Este o întrebare care încă nu își găsește răspunsul".

Alin Bredeea îi îndeamnă pe cei interesați de ofertă să citească, în primul rând, prospec-

tul. Domnia sa ne-a spus: "Sintetizând, putem caracteriza "Electrica" drept un monopol clasic reglementat de statul român. Ca atare, riscul economic este unul foarte mic în cazul Electrica, activitatea acesteia fiind una vitală pentru agenții economici și populație. Pe de altă parte, este o companie care își negociază tarifele practice, de unde marje de profitabilitate predictibile și plafonate".

Nu în ultimul rând trebuie subliniat că, pentru prima dată, statul renunță la pachetul majoritar al unei astfel de societăți prin vânzarea de acțiuni pe bursă, nouitate care va oferi un plus cotației Electrica".

Brokerul consideră că acțiunile din sectorul energetic sunt atractive, atât prin prisma evaluării fundamentale, cât și prin prisma perspectivelor pe care le dețin: "Încl. dar sigur, sectorul energetic domină bursa românească, asigurând baza investițională pentru investitorii activi".

În contextul în care va urma o perioadă destul de lungă fără listări din partea statului, Alin Bredeea consideră că ar fi bine ca, pe bursă, să fie disponibile mai multe instrumente: "Am avut trei listări de top în ultimul an, deci statul a făcut un pas important pentru a dezvolta piața bursieră. Evident, scăderea dobânzilor bancare va funcționa în continuare ca principal motor al pieței bursiere. Extrem de important ar fi dacă am putea asista la nașterea unei piețe de instrumente de finanțare pe bursa românească (obligațiuni corporative și ipotecare, titluri de trezorerie) care să ofere capitalului disponibil o alternativă mai largă de produse, astfel încât diferitele profile de risc să își poată construi strategii investiționale confortabile și adecvate".

În opinia reprezentantului "Prime Transaction", faptul că statul a decis să apeleze, din nou, la piața de capital din Londra este o dovadă că piața românească este considerată încă mică și riscantă pentru vânzarea unor pachete importante din companiile mari deținute de către stat. Cine decideți acest lucru, statul sau intermediarii, nu este foarte clar".

Lucian Isac, Estinvest: "Este foarte important ca noua structură a acționariatului să se regăsească și la nivelul conducerii"

Lucian Isac, directorul general al "Estinvest" Financial, estimează că, după listare, prețul acțiunilor Electrica va evolua în trend cu celelalte acțiuni din același domeniu listate la BVB, în strânsă corelație cu evoluția piețelor mai dezvoltate.

Domnia sa ne-a spus: "Evoluția ulterioară a prețului acțiunii va fi influențată în mare măsură de modul în care se va reflecta asupra managementului schimbarea structurii acționariatului în urma finalizării ofertei. Cu alte cuvinte, este foarte important ca noua structură a acționariatului să se regăsească cât mai urgent și la nivelul Consiliului de Administrație al societății".

În opinia reprezentantului "Estinvest", odată cu listarea acțiunilor, lichiditatea totală a BVB va crește, dar este dificil de făcut o predicție cantitativă, alături de care oferta nu este finalizată și nu avem o structură finală a subscrierilor pe categorii de investitori.

Lucian Isac opinează că și acțiunile garantate oferite micilor investitori ar fi trebuit să beneficieze de discount. "Spre deosebire de alte oferte de până acum, această ofertă a venit cu o măsură de protecție a micilor investitori de re-

tail prin garantarea subscrierilor pentru cel mult 1000 acțiuni. Consider că este o măsură binevenită, dar pentru a avea efectul scontat era obligatoriu ca aceasta să fie însoțită și de acordarea unui discount pentru tranșa respectivă".

Cu alte cuvinte, care este obiectul protecției micilor investitori, atâta vreme cât nu au nicio facilitare în ceea ce privește prețul la care cumpără acțiunea?

Din păcate, lipsa unui discount pentru tranșa garantată face ca efectul garanției să fie minim, iar atragerea de noi investitori de retail, odată cu această ofertă, să fie un obiectiv aproape ratat.

Mai mult decât atât, astfel structurat, oferta a făcut ca tranșa cu discount (negarantată) să scadă dramatic ca număr de acțiuni oferite, generând o suprassubscriere de peste 13 ori (în vreme ce celelalte tranșe de retail nu au fost încă subscrise în totalitate), până vineri".

Directorul general al "Estinvest" mai observă și că modalitatea de transfer a unei părți de la tranșa instituționalilor spre retail este neclară: "În mod surprinzător, fiind cont de experiența contribuțiilor implicat în această ofertă, modalitatea de alocare de acțiuni suplimentare din tranșa instituționalilor instituțiilor spre tranșa de retail este incomplet și ambiguu descrisă, putând genera neînțelegeri.

Concret, la pagina 309 alin. 2 din prospect se face referire la un procent de 5% din numărul acțiunilor din tranșa investitorilor instituționali care ar urma să vină către tranșa investitorilor de retail (în cazul în care Tranșa Investitorilor Mici și Tranșa Investitorilor Mari au un nivel de subscriere (procent de subscriere al mărimii inițiale a tranșei) mai mare decât Tranșa Investitorilor Instituționali). Nu se precizează dacă cele două tranșe de retail trebuie să aibă fiecare un nivel de subscriere superior nivelului de subscriere din tranșa investitorilor instituționali sau dacă acest nivel se determină altfel.

Pe de altă parte, în cazul în care se face alocarea, nu este prevăzută cum va fi împărțită cantitatea suplimentară de acțiuni (5% din tranșa investitorilor instituționali) între cele 2 tranșe de retail.

O altă neclaritate privește criteriile și mărimea alocării suplimentare descrise la paragraful 3 pag. 309 din prospect (în plus față de cele 5 procente). Astfel, pe lângă cele 5 procente alocate inițial, tranșa investitorilor de retail ar putea beneficia de un număr suplimentar de acțiuni, număr care nu este precizat în prospect".

În opinia domnului Isac, listarea Electrica este un câștig pentru piața de capital din România, și implicit pentru BVB. "Consider că dacă se făcea o mai bună promovare a ofertei în rândul investitorilor de retail, câștigul era mult mai mare pentru BVB", a spus domnia sa, adăugând: "Felul în care este structurată oferta, precum și piețele cărora i se adresează sunt în totalitate apanajul entităților și cred că decidenții au avut în considerare mai mulți factori, inclusiv recomandarea consorțiului în momentul în care au decis să apeleze și la piața londoneză.

O singură remarcă aici: având în vedere succesul ofertei Romgaz, care putea fi vândută integral pe piața românească, consider că BVB ar trebui să fie mai activă în a convinge autoritățile că piața românească este o piață viabilă care dispune de resurse pentru orice ofertă, indiferent de dimensiunea acesteia".

Lucian Isac opinează că și sectorul energetic, fiind un sector defensiv, nu ar trebui să lipsească din portofoliul investitorilor, mai ales având în vedere contextul geopolitic și evenimentele care au avut loc în ultima perioadă, în imediata vecinătate a țării noastre. ■

Premiere și stângăcii la oferta Electrica

(urmăre din pagina 1)

În prospect, a fost inserat și următorul paragraf legat de litigiile în legătură cu administratorii și directorii de grad înalt: "A fost inițiată o investigație penală împotriva unor foști directori ai Societății și ai Electrica Serv, i.e. Dl. Nicolae Corosiu, fostul Director General al Electrica, Dl. Constantin Chivule-

scu, fostul Director al Direcției Finanțe Patrimoniu al Electrica și Dl. Constantin Oprea, fostul Director General al Electrica Serv, pentru abuz în serviciu contra intereselor publice. Acuzările se bazează pe încheierea unor contracte de achiziții publice, încheiate în perioada 2004-2005, în baza cărora Electrica și Electrica Serv au achiziționat o cantitate care este suspectată ca

fiind nejustificată de echipamente de protecție de lucru de la Tech Safety SA la prețuri supraevaluate. Aceste contracte sunt suspectate a fi fost încheiate fără respectarea prevederilor Ordonanței de Urgență a Guvernului nr. 60/2001 privind achizițiile publice și a regulamentelor interne. Pierderile cauzate Electrica și Electrica Serv sunt presupuse a se ridica la 1.644.135

euro. De asemenea, alți nouă foști și actuali angajați ai SEMO, EDMN și ai Electrica Serv, sucursala Muntenia Nord, sunt cercetați ca potențialii complici în legătură cu încheierea acestor contracte. Cinci dintre aceștia au alte persoane investigate de DNA în cadrul anchetei sunt în prezent angajați în poziții non-executive în cadrul Grupului. Societatea consideră că

politica sa actuală de anticorupție este robustă și că Societatea a implementat proceduri de achiziție publică interne adecvate în vederea evitării apariției în viitor a unor situații similare".

Electrica a încheiat, de asemenea, un Acord Cadru cu BERD cu privire la implementarea unui Plan de Acțiune de Guvernare Corporativă, potrivit amendamentelor. ■

RETAIL

Investitorii mici, nemulțumiți de dimensiunea tranșei de retail



● Beze, AIPC: "Sfat pentru investitori: Să dea mâna cu directorul general și să știe ce va face cu banii"

Investitorii care vor să subscrie la oferta "Electrica" ar trebui să dea mâna cu directorul general al companiei și să știe ce va face cu banii, consideră Dumitru Beze, președintele Asociației Investitorilor pe Piața de Capital.

"Warren Buffet spune să investești în companii unde îți măriți fața cu managerul general", ne-a declarat domnul Beze, adăugând: "Investitorii trebuie să citească prospectul, să înțeleagă cum funcționează companiile de utilități în România și să înțeleagă circuitul banilor între holdingul Electrica și filialele sale".

Având în vedere intervalul de preț din oferta (11-13,5 lei/unitate), președintele AIPC apreciază că "Electrica" este ieftină, comparativ cu CEZ sau Enel. În opinia sa, după listare, cotația se va aprecia cu 15%,

în termen de șase luni. Domnul Beze vede chiar o apreciere de 30%, în condițiile în care va exista un schimb favorabil cu deținerea Fondului Proprietatea din filiale.

În opinia sa, unul dintre factorii care ar putea influența evoluția pe bursă este randamentul dividendului. "Probabil că numirea unor specialiști, pe criteriile pe care au fost ultimele numiri în CA în companiile din România (inclusiv la Banca Națională), și deciziile acestora vor trage prețul în jos", a adăugat sursa citată.

Dumitru Beze spune că investitorii români, persoane fizice de retail, au motive întemeiate, din nou, să spună că nu s-a ținut cont corect de doleanțele lor, atunci când a fost înlocuită oferta pe tranșe. "Însă nu putem pune la un IPO numărul acțiunilor cu discount în centrul discuției.

Cei care au hotărât această împărțire au avut acces la toate informațiile și vom vedea la final Rezultatul alegerilor făcute".

Șeful AIPC consideră că este foarte trist pentru piața de capital de la noi faptul că statul face o listare dublă: "Dar, probabil că cei care au avut experiența Romgaz în mijlocul evenimentelor nu au luat această decizie întâmplător".

Potrivit domnului Beze, anul acesta, urmează listarea Romtelecom și vor mai urma și alte pachete în companiile unde statul este majoritar. "Sunt sigur că FP va continua lichidarea controlată a deținătorilor pe care are atât timp cât acționarii semnificativi vor fi fonduri gen Elliott", a spus domnul Beze, adăugând: "Ce de altă parte însă, investitorii creștinați nu statul, el poate ajuta foarte mult, dar nu e rolul său primordial". ■

Radu Popescu Buzeu:
"Ar fi fost util ca acțiunile garantate să fie într-o tranșă separată de cea cu discount"

Modul de organizare al IPO-ului Electrica i-a dezavantajat clar pe cei care intenționau să investească 1-200.000 lei, mai ales în ideea de a marca discountul de 5%, consideră analistul Radu Popescu Buzeu.

Domnia sa a comentat: "Este evident că nu vor rămâne foarte multe acțiuni din cele 10 milioane cu subscriere garantată, deci cei care vizează discount se bat practic pe 2,4 milioane de acțiuni. Totuși, prin probabila realocare a celor 5% (n.r. alocarea pentru investitorii de retail poate fi suplimentată cu până la 5%, de la 15% la 20% din acțiunile disponibile în ofertă, în funcție de cerere), poate chiar exclusiv spre tranșa mică, acești investitori pot primi între 1/3 și 1/5 acțiuni, ceea ce este rezonabil, similar IPO de la Nuclearelectrica. Depinde însă de subscrierea pe tranșe de retail mare, care deocamdată a evoluat slab, dar unde așteptăm subscrieri masive în ultimele două zile.

Interesant este însă că pentru cei cu parte mai mult de 270.000 lei, dar fără a avea milioane, modul de subscriere îi avantajează, în sensul că puteau opta dacă să împartă subscrierea între mai multe tranșe sau să meargă exclusiv spre tranșa mare.

Cred, totuși, că ar fi fost util ca cele 10 milioane de acțiuni garantate să fie într-o tranșă separată de cea cu discount. Este foarte clar însă că cei din consorțiu, cu acceptul Guvernului, nu au dorit să ofere prea multe acțiuni cu discount, ceea ce nu este neapărat un aspect negativ pentru evoluția ulterioară a prețului". ■

Florin Oprea: Cei 3,335 milioane clienți erau potențialii investitori la Electrica

IPO-ul Electrica era o oportunitate extraordinară pentru BVB și brokerii locali pentru atragerea de (mulți) noi investitori în piață, consideră Florin Oprea, consultant financiar.

Domnia sa ne-a spus: "Statul își ține promisiunile privind privatizarea colozilor, iese, în cazul Electrica, cu GDR-uri la Londra pentru o vânzare sigură, mai bine decât un IPO și trece mai departe pe lista de privatizări. De ce spun că "era o oportunitate"?"

Observăm că tranșa investitorilor mici în cazul Electrica este de 7% - 12.403.212 acțiuni oferite.

Din Raportul Anual pe 2013 al BVB observăm că listarea Romgaz a fost prioritară cu mare interes în rândul investitorilor de retail, gradul de subscriere fiind de peste 17 ori.

Ceea ce ne găsim în rapoartele BVB, și ar fi interesant și important de aflat, este numărul de conturi noi create în urma celor trei oferte importante din 2013: oferta publică secundară pentru 15% din Transgaz, și IPO-urile pentru 10% din Nuclearelectrica și 15% din Romgaz.

Și în cazul IPO-ului Electrica, este important de analizat câți noi investitori de retail intră în piața listare.

Potențialul este unul imens. Conform datelor furnizate în prospect, Grupul Electrica are 3.335 milioane consumatori casnici cărora li s-a oferit în medie cam 3,7 acțiuni prin ofertă.

Câte conturi de investitori are BVB? Tot din Raportul pe 2013 al BVB aflăm că website-ul www.bvb.ro a avut în 2013 un număr mediu zilnic de 15.000 de vizitatori. Presupunem așadar că sunt cel puțin 15.000 de investitori activi în piață.

Cu un potențial de 3,3 milioane de clienți, promovarea IPO-ului trebuia să fie una agresivă, intensă.

Câte conturi noi se vor deschide în urma IPO-ului Electrica? Nu știm sigur dacă vom afla.

Câte conturi noi se puteau câștiga print-o abordare diferită a promovării ofertei? Un procent de 10% din potențialul de 3,3 milioane înseamnă cam 330.000 de conturi noi. Așteptăm număr. 1% din potențial înseamnă 33.000 de conturi noi, adică dublu față de cei 15.000 de presupuși investitori activi ai BVB.

Nor dăm dezvoltarea pieței de capital românești? Cred că răspunsul unanim ar fi afirmativ.

De ce nu folosim eficient (măcar) privatizările în acest sens? ■

EXERCITIUL DE EVALUARE INDEPENDENTĂ:

Intervalul de preț al ofertei Electrica, rezonabil

Doind să vadă dacă prețul stabilit de statul român pentru "Electrica" (între 11 și 13,5 lei/unitate) subvaluează compania, așa cum au susținut unele voci, fostul broker Valentin Cismaru a realizat un exercițiu de evaluare, din care a rezultat că intervalul este unul rezonabil.



VALENTIN CISMARU

Mai întâi, Valentin Cismaru explică de ce au apărut considerentele că "Electrica" ar fi supraevaluată: "penru că prețul de vânzare este mai mic decât valoarea contabilă".

În condiții normale de piață, prețul de vânzare al unei companii care

emite noi acțiuni ar trebui să fie cel puțin egal cu valoarea contabilă pentru a nu-i prejudicia pe vechii acționari, precizează analistul, adăugând: "De obicei, dacă contextul de piață și economic este favorabil acestui lucru se poate întâmpla, iar prețul de emisiune poate fi mai mare decât valoarea nominală cu ceea ce se cheamă "prima de emisiune", dar cel puțin egal cu valoarea contabilă".

În cazul în care contextul economic și de piață este defavorabil, atunci prețul de emisiune nu poate fi egal cu valoarea contabilă deoarece

compania trebuie cotelată la un preț care să ofere un randament al prețului care să fie comparabil cu cel oferit de alte instrumente financiare comparabile (acțiuni, obligațiuni)".

Potrivit domnului Cismaru, una dintre metodele de evaluare utilizate în piața de capital în cadrul ofertelor publice de cumpărare este aceea de a realiza o medie între următoarele trei valori: valoarea contabilă (Capitalul Propriu/număr de acțiuni) - prețul mediu din ultimele 12 luni (înregistrat de o acțiune cotată); valoarea de randament a profiturilor. În cazul de față, Electrica nu are un preț mediu de piață, ci doar două valori care pot fi utilizate în eva-

luarea sa: valoarea contabilă și valoarea de randament.

Exercițiul de evaluare a unei acțiuni Electrica făcut de Valentin Cismaru urmărește atât identificarea factorilor care au putut sta la determinarea intervalului de preț, cât și conturarea unor repere valorice care să servească celor interesați de cumpărarea unor acțiuni în cadrul ofertei.

În analiza postată pe blogul său, Valentin Cismaru arată că "Electrica" nu este o societate ușor de evaluat, din mai multe motive: - lipsa unei istorii bilanțier și de profituri relevant, de cel puțin 5 ani; - volatilitatea profiturilor nete realizate în ultimii 3 ani; - volatilitatea rezultatului (profitului) din exploatare reali-

Indicatori Electrica:

Capitaluri Proprii:	4.520 milioane lei
Valoare Contabilă:	26.784 lei
Preț minim de vânzare:	11 lei
Preț/Valoare Contabilă:	11/26.784 = 0,41
Profit net mediu (2011-2013):	0,7866 lei
Profit net mediu (fără pierderi):	1,455 lei
PER (profit net mediu 3 ani):	14
PER (fără pierderi):	7,56
Interval de preț ofertă:	11-13,5 lei

zate în ultimii 3 ani; - impactul pe care l-a avut divizarea societății asupra profitului brut, făcând necesară eliminarea cotei-pătri de profituri obținute din participările care au fost cedate cu ocazia divizării.

Redăm, mai jos, exercițiul domnului Cismaru. ■

Ajustarea Profitului Net, Profitului Brut și a Profitului din Exploatare

Rostul operațiunii de ajustare/corecție a profiturilor este acela de a determina cea "capacitate de profit" a societății exprimată prin profiturile reproductibile, realizabile în fiecare an.

Ajustarea va însemna un proces de corectare a profiturilor nete, urcând în amonte către profitul brut și profitul din exploatare, în vederea eliminării acelor componente de care credem că nu se vor regăsi în viitor în structura acestor indicatori (vezi cota-parte) sau pentru a determina acea valoare medie pe care o putem aprecia ca fiind reproductibilă în viitor.

Primul lucru pe care îl vom face este acela de a identifica profitul net total și profitul net pe acțiune realizat în fiecare din ultimii 3 ani, după care vom calcula un profit mediu care ne va ajuta să aproximăm "capacitatea de profit" a societății.

Indicator/An	2011	2012	2013
PN (mil. RON)	-80	415	314
EPS (RON)	-0,55	1,73	1,18

Indicator (mil. RON)	2013	2012	2011
Profit Exploatare	338	246	-104
Cheltuieli financiare nete	12	24	17
Cota parte	63	247	75
Cheltuieli impozit	75	53	33
Profit Brut	390	468	-47
Profit Net	314	416	-80

Indicator/An	2013	2012
Cheltuieli impozit/ Profit Brut	19,23%	11,32%
(Profit Brut-Cota)/ Profit Exploatare	96,75%	89,84%

O analiză a principalelor indicatori ai profitului raportat de către Electrica ne arată modalitatea de realizare a profitului net, evidențiindu-ne cheltuielile financiare nete, cota-parte de profit din profitul participărilor (profit net participății), precum și cheltuielile cu impozitul pe profit.

Istoric, nivelul cheltuielilor cu impozitul a oscilat între 19,23% și 11,32% din profitul brut; acest interval ne permite utilizarea unei valori mediane aproximative de 16%, pe baza căreia vom estima cheltuielile cu impozitul pe profit și profitul net reproductibil.

Indicator	Medie (2011/2/13)
Profit Exploatare	160
Cheltuielile financiare nete	17,67
Profit Brut	142,33
Cheltuieli impozit	22,77
Profit Net	119,56
EPS	0,708

Profitul net reproductibil este determinat fiind în considerare o valoare medie a profitului din exploatare (160) în cei 3 ani raportat de către Electrica, din care vom scădea o medie a cheltuielilor financiare nete (17,67) pentru a determina profitul brut (142,33), iar profitul net (119,56) va fi determinat după scăderea cheltuielilor cu impozitul (22,77). Profitul net reproductibil de 119,56 milioane lei a fost împăr-

țit la numărul curent de acțiuni pentru a determina profitul net reproductibil pe acțiune de 0,708 lei.

Cum s-a ajuns la intervalul de preț 11-13,5 lei la Electrica?

Exercițiul de evaluare pe care vi-l propun va utiliza următoarele două metode:

1. calculul valorii medii dintre valoarea contabilă și valoarea de randament la care aplicăm un discount de 33% pentru a determina prețul de cumpărare urmărit de către un investitor care ar dori să cumpere acțiuni Electrica, la un preț care să-i ofere o marjă de siguranță, protejându-l față de un viitor în ofertă;
2. calculul valorii de randament (profit) a acțiunilor pe baza unei prime de risc față de randamentul obligațiunilor de stat, care ne va indica prețul la care un investitor ar fi interesat să cumpere acțiuni Electrica, având în vedere marja de siguranță pe care i-o oferă față de randamentul obligațiunilor de stat.

Metoda valorii medii: (Valoarea Contabilă+Valoarea de Randament)/2

EPS (RON)	0,708
ObligațiuniRO9ani	5,30%
Valoare randament (5,3%) RON	13,37
Valoare contabilă	26,70
Valoare medie (Vr+Vc)/2	20,03
Discount	33,0%
Preț (RON)	13,22

Aplicarea acestei metode presupune parcurgerea pașilor următori:

1. vom lua în considerare un randament al obligațiunilor românești emise pe 9 ani, cu un randament de 5,3%;
2. determinăm o medie a profitului net pe acțiune, în ultimii 3 ani, de 0,708 RON;
3. calculăm o Valoare de Randament (Profit net/Preț) a unei acțiuni pe baza profitului mediu de mai sus și a randamentului obligațiunilor (5,3%, fără risc) care ne conduce la 13,37 RON;
4. calculăm Valoarea Contabilă a unei acțiuni: 26,70 RON;
5. calculăm Valoarea Medie a unei acțiuni, determinată ca suma între valoarea de randament și valoarea contabilă: 20,03 RON;
6. aplicăm un discount de 33% acestei valori medii care ne conduce către un Preț de 13,22 RON.

După cum se poate observa, aplicând metoda mediei dintre valoarea de randament și valoarea contabilă utilizată în cadrul ofertelor derulate în piața de capital, am ajuns la o Valoare Medie de 20,03 și un Preț maxim de 13,22 RON care este aproximativ egal cu nivelul superior al intervalului de preț din ofertă.

Metoda Valorii de Randament a Acțiunilor

EPS (RON) (medie 3ani)	0,708
Obligațiuni RO9ani	5,30%
Prima de risc	33%
Randament profit	7,0%
Val.randament (7%) RON	10,05

Valoarea de Randament a unei acțiuni se determină ca raport între profitul net reproductibil pe acțiune și prețul unei acțiuni.

Determinarea prețului pe care merită să-i plătim pentru o acțiune va urmări câțiva pași:

1. vom lua în considerare un randament al obligațiunilor românești emise pe 9 ani, cu un randament de 5,3%;
2. determinăm o medie a profitului net pe acțiune, în ultimii 3 ani, de 0,708 RON;
3. aplicăm o primă de risc de minim 33% randamentului obligațiunilor românești (5,3%) care ne conduce la un randament de 7% cerut pentru o acțiune Electrica, astfel încât să poată oferi o marjă de siguranță investitorului în interes;
4. calculăm Valoarea de Randament/Prețul unei acțiuni Electrica care să ne ofere un randament de 7%: 10,05 RON.

Aplicarea celor două metode ne-a condus către un interval valoric 10,05 RON - 13,22 RON, ușor diferit de cel din cadrul ofertei, mai ales în ceea ce privește capătul inferior al acesteia.

După cum menționăm la începutul aplicării metodei, aceste valori au fost determinate luând în considerare o valoare medie a profitului din exploatare de 160 milioane lei (EPS: 0,708 RON) care cuprindea și pierderea înregistrată în anul 2011 de 104 milioane RON.

În cazul în care am recalculat profitul mediu din exploatare pe baza rezultatelor înregistrate în ultimii doi ani (2013/2012) sau media ultimilor 3 ani, dar cu pierderi zero, vom avea următoarele profituri nete:

- Profit mediu din exploatare (2013/2012) de 292 milioane RON; EPS de 1,366 RON

- Profit mediu din exploatare (3 ani, pierdere zero) de 194,67 milioane RON; EPS de 0,881 RON;

Intervalele valorice obținute în urma utilizării acestor profituri nete medii pe acțiune, conform celor două metode expuse mai sus, vor fi următoarele:

- EPS = 1,366 RON / interval valoric: 17,31 RON - 19,37 RON;

- EPS = 0,881 RON, interval valoric: 12,50 RON - 14,30 RON;

Așadar, putem spune că avem trei intervale valorice care ne vor ghida evaluarea și deciziile în ceea ce privește cumpărarea unor acțiuni Electrica:

- 10,05 RON - 13,22 RON

- 12,50 RON - 14,30 RON

- 17,31 RON - 19,37 RON

Atenția ne este atrasă cu precădere de cele două intervale alăturate, ba chiar intersectate, care oferă o zonă de preț cuprinsă între 12,5 RON și 13,22 RON, semnificându-ne o evaluare conservatoare a companiei în jurul valorii contabile și a valorii de randament bazate pe profitul mediu net reproductibil din ultimii trei (cu pierdere zero), într-un context în care trebuie ținut cont și de riscurile privind activitatea și sectorul grupului, mai ales de cele cu privire la liberalizarea pieței de furnizare de energie electrică și creșterea concurenței, modificarea tarifelor sau scăderea cererii de energie electrică. ■

INTERNATIONAL

AIE: "Europa, amenințată de o criză a electricității"

● Prețurile en-gros din domeniu sunt prea scăzute ca să încurajeze investițiile, conform unui raport al agenției



Constantin Niță vrea să stimuleze consumul de electricitate

Autoritățile vor să stimuleze consumul intern de energie electrică pentru populație și IMM-uri, în urma evenimentelor din zona noastră geopolitică, a declarat recent Constantin Niță, ministrul Economiei.

Printre soluțiile propuse se numără acordarea unei forme de ajutor de stat sau taxarea. Actul normativ, aprobat recent de Guvern, se află în analiza Consiliului Concurenței, urmând să plece spre aprobare la Comisia Europeană.

Constantin Niță spune că stimularea consumului de electricitate nu se va face în detrimentul consumului de gaze naturale.

Consumul final de energie electrică a scăzut în primul trimestru cu 0,9% față de primele trei luni ale anului trecut, ajungând la 12,99 TWh, iar exportul de electricitate a crescut de aproape patru ori, la 1,32 TWh, potrivit datelor Institutului Național de Statistică. Consumul de energie a scăzut anul trecut cu 6% comparativ cu 2012. ■

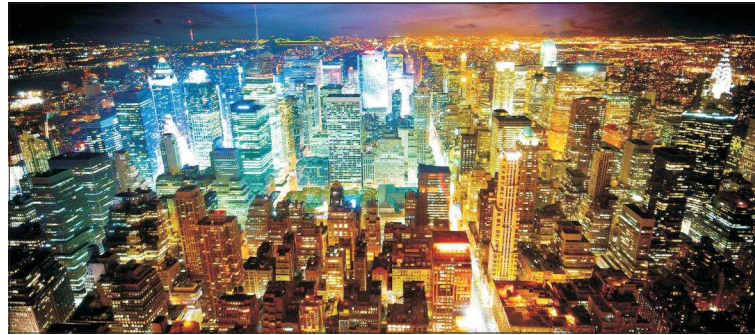
Europa este amenințată de pericolul unei crize a energiei electrice în condițiile în care prețurile en-gros din domeniu sunt prea scăzute ca să încurajeze investițiile în noi centrale termice, avertizează Agenția Internațională a Energiei (AIE).

Conform unui raport publicat luna aceasta de AIE, industria de profil din regiune are nevoie de investiții de peste 2.000 de miliarde de dolari până în 2035, respectiv de o capacitate nouă de generare de aproape 100 de gigawați pe segmentul centralelor termice, până în 2025. Raportul menționează că prețurile electricității sunt, acum, cu peste 20% mai mici decât nivelul necesar să stimuleze investițiile.

"Investițiile necesare menținerii siguranței sistemului de electricitate din Europa nu par că se vor materializa pe construcția actuală a piețelor de electricitate", remarcă AIE, precizând: "Dacă această situație va persista, siguranța livrărilor de electricitate din Europa va fi supusă riscului".

Asta, în situația în care centralele termice pe gaze naturale, care reprezintă 14% din capacitatea instalată din Uniunea Europeană, au fost inactivate, închise sau au riscat să fie închise la finele lui 2013, fiind ciudă societățile de utilități se orientează pe cărbune, conform Centrului Internațional pentru Informare în sectorul Gazelor Naturale (Cedigaz). Potrivit acestuia, Europa este supusă riscului pierderii unei treimi din capacitățile de generare a electricității din gaze și cărbune.

AIE consideră că, în situația dată, soluția este reprezentată, în parte, de sporierea veniturilor centralelor termice, însă aceasta ar putea însemna prețuri mai mari pentru consumatori.



"Această situație evidențiază dificultățile cu care se confruntă responsabilii europeni în condițiile în care încearcă să facă progrese atât în asigurarea securității energetice, a sustenabilității mediului, cât și a competitivității economice", scrie raportul AIE.

E.ON: "Obiectivele UE privind politica energetică au fost compromise"

Conducerea E.ON SE, cel mai mare producător german de utilități, a îndemnat, în primăvara aceasta, Uniunea Europeană, să-și îmbunătățească politicile din sectorul energetic și cel de mediu, considerând că actualul model a răgrăvit circa de pe piețele electriceității, respectiv din industria de profil.

"Industria electricității din Europa rămâne angajată obiectivelor UE în materie: sustenabilitate, competi-

vitate și securitatea livrărilor", spune Johannes Teysen, director executiv al E.ON, adăugând, însă, că aceste obiective "au fost compromise". În opinia sa, "asistăm la o politică energetică ce a crescut emisiile de CO₂, a scumpit facturile clienților și a cauzat distrugerile majore industriei de profil".

Teyssen este de părere că Europa are nevoie de revizuirea politicilor astfel încât să se asigure că energia sa va fi "mai curată", în vreme ce prețurile vor rămâne "accesibile", iar livrările de energie electrică - "sigure".

În martie 2014, liderii UE au îndemnat statele membre să accelereze integrarea piețelor electriceității și gazelor în vederea reducerii costurilor. Prețurile energiei electrice sunt, în unele regiuni din Europa, duble față de cele din SUA. Situația din Europa a fost generată de creșterea taxelor și de costurile cu rețelele

de distribuție, potrivit Comisiei Europene.

În schimb, conducerea E.ON susține că UE trebuie să creeze un climat coerent pentru viitor, în domeniul energetic.

SUA: 6% din capacitatea de generare va trebui închisă până la finele deceniului

Sectorul utilităților din SUA se află în mijlocul unei transformări în privința business-ului și a tehnologiei.

În intervalul ianuarie - mai 2014, prețul energiei electrice germane cu livrare anul viitor (cotație de referință în Europa) a pierdut aproape 6%, atingând circa 34 de euro/megawatt oră, la Berlin, conform Bloomberg. Dacă va scădea și în 2014, acesta va fi al patrulea an consecutiv cu declin pentru prețul în cauză.

Într-un moment în care administrația Obama încearcă să rezolve problema înclizării globale, producătorii de utilități se grabesc să-și schimbe modalitatea de generare a energiei electrice de la centrale pe bază de cărbune la cele pe gaze naturale și surse de energie alternativă.

Administrația pentru Informații în Energie din SUA estimează că aproximativ 6% din capacitatea de generare a Statelor Unite va fi obligată să se închidă până la finele deceniului, ca să se alinieze standardele de evoluție și reglementărilor în materie.

Aceste schimbări ar putea costa economia SUA 50 de miliarde de dolari pe an, în condițiile în care se vor produce, în mod inevitabil, închideri de centrale pe cărbune până în 2030 și vor fi eliminate 224.000 de locuri de muncă, potrivit Camerei de Comerț a SUA. ■

25% dintre clienții cu disponibilități financiare ridicate ai Certinvest subscriu la Electrica



● Interviu cu Daniela Vasile, Director Portofolii Private Certinvest

baza mandatului discreționar de care dispunem. Practic, Certinvest a selectat ofertele caselor de brokeraj din piață, a negociat comisioanele de tranzacționare și a îndeplinit formalitățile necesare pentru a participa la ofertă. Astfel, clienții noștri nu au fost nevoiți să parcurgă procedurile birocratice impuse de procesul de subscriere.

Reporter: Ați mai participat la astfel de oferte și în trecut?

Daniela Vasile: Da, pentru ofertele din trecut a avut loc un proces de selecție în funcție de atractivitatea companiilor care se listau. Spre exemplu, la oferta Romgaz, din toamna anului trecut, am participat în numele a 25 de clienți, subscrierile totale fiind de aproximativ 19 milioane de RON. La momentul respectiv aceștia erau toți clienți cu obiective de randament legate de bursă.

Reporter: Este gradul de alocare elementul care îl convine pe clienți să subscrie la IPO-uri prin intermediul dumneavoastră?

Daniela Vasile: Cu siguranță. La oferta Romgaz, am reușit să obținem un grad de alocare cuprins între 26% și 40%, semnificativ mai mare comparativ cu gradul mediu de alocare de 7%, obținut de investitorii de retail. Dar există un cumul de avantaje de care beneficiază clienții noștri de portofolii individuale:

Primul ar fi capacitatea noastră de a analiza oportunitatea investiției. Nu participăm la toate listările. Ne formăm o opinie proprie, pe baza rapoartelor de analiză emise de casele de brokeraj, dar mai ales în funcție de indicatorii financiari ai respectivelor companii pe care îi prețurăm foarte atent în-house. Astfel, decizia de a investi

sau nu este bine fundamentată.

În al doilea rând, ca investitori instituționali, capabil să mobilizăm resurse financiare importante pentru subscrierea la IPO-uri, beneficiem din partea caselor de brokeraj de oferte de comisionare mai bune față de cele oferite de aceeași case de brokeraj clienților de retail obișnuiți. Desigur, aici intervine și capacitatea de negociere, așa încât, la final, selectăm oferta cu cele mai bune condiții pentru investitorii noștri. Iar acest lucru se reflectă în cele din urmă în profitul realizat.

Nu în ultimul rând, alegerea momentului de vânzare reprezintă un element important pentru care clienții ne aleg în vederea subscrierii la IPO-uri. În funcție de viziunea noastră investițională, putem alege să marcăm profitul mediat, vânzând acțiunile în primele zile de tranzacționare. Sau, ținând cont de condițiile generale de piață, să păstrăm acțiunile pentru o perioadă de timp, până când compania nu mai este subevaluată și și-a consumat potențialul de creștere.

Reporter: Cum anticipați perspectivele de câștig în urma subscrierii la oferta Electrica?

Daniela Vasile: Oferta Electrica este una cu potențial, iar predecesoarele ei, ofertele Nuclearelectrica și Romgaz, au demonstrat că se pot marca profituri interesante de pe urma lor. Spre exemplu, investitorii la Nuclearelectrica au putut marca în primele zile un câștig de +5%, în timp ce la oferta Romgaz, în funcție de momentul de vânzare, în prima zi de tranzacționare se putea obține un câștig între +15 și +20%. ■

otp Asset Management Romania SAI SA member of otp group

Acțiunile Electrica, oportunitate de investiție pe termen lung

Interviu cu domnul Dan Popovici, Director General OTP Asset Management România SAI SA

Ce ar trebui să știe cei care doresc să subscrie în ofertă, despre emitentul "Electrica"?

Cel mai important lucru care trebuie știut și înțeles de către investitorii de retail care doresc să achiziționeze acțiuni în cadrul ofertei Electrica este acela că o investiție într-o asemenea companie trebuie privită pe termen mediu și lung. Dat fiind profilul de quasi-monopol pe care îl are, domeniului său de activitate reglementat, politica de dividend stabilă și predictibilității ridicate a rezultatelor financiare, Electrica este o companie foarte interesantă pentru orice investitor cu un orizont lung de investiție.

Cum credeți că va evolua acțiunea "Electrica" după listare? Care sunt factorii care vor influența cotația "Electrica"?

Cred că este total greșit să îți propui în cazul IPO Electrica să investești acum și să înregistrezi un profit imediat. Sfatul nostru este acela de a avea răbdare ca planurile de investiții ale companiei să se fructifice, astfel încât să beneficiați de profitabilitatea Electrica. Prețul acțiunilor Electrica are un potențial ridicat de apreciere pe termen mediu și lung în condițiile în care compania va reuși să își îmbunătățească performanțele financiare și să își mențină o politică de dividend atractivă pentru investitori.

Cum credeți că va evolua lichiditatea BVB, după listarea Electrica?

În contextul scăderii dobânzilor bancare este de așteptat ca din ce în ce mai mulți români să fie tentați să își schimbe comportamentul de economisire și să se îndrepte spre investițiile bursiere.

Cum apreciați acțiunile din sectorul energetic, în actualul context economic?

Companiile din sectorul energetic și de utilități ar trebui să reprezinte nucleul oricărui portofoliu investițional. De exemplu, în cazul fondului OTP AvantisRO, aproximativ 45% din active sunt investite în companii energetice și de utilități. Nivelul redus al dobânzilor bancare ar trebui să aibă un impact pozitiv asupra companiilor listate plătitoare de dividend, iar investitorii obișnuiți cu dobânzi de peste 5-7% ar trebui să se diversifice prin expunerea directă sau indirectă (prin intermediul fondurilor de investiții).

Cum vedeți dezvoltarea BVB, în contextul în care va urma o perioadă destul de lungă fără listări din partea statului?

BVB trece printr-o perioadă de dezvoltare durabilă. Chiar dacă în perioada imediat următoare statul nu va mai veni cu alte oferte publice, lichiditatea bursii va crește. Un lucrător important și activ în această privință este Fondul Proprietatea care prin vânzările sale de pachete la acțiunile aflate în portofoliul fondului crește

lichiditatea pieței. În perioada următoare este de așteptat să vedem vânzări accelerate din partea FP pe o serie întregă de emitenți cum ar fi Transselectica, Compet și Petrom.

Vor participa fondurile OTP Asset Management la oferta Electrica?

Atât Fondul OTP AvantisRO, cât și Fondul OTP Premium Return vor participa în cadrul ofertei Electrica. Intenționăm ca în perioada următoare ofertei, în funcție de oportunitățile apărute să achiziționăm în continuare acțiuni Electrica.

Ce produse oferă OTP Asset Management pentru investitorii care nu au curaj să intre direct la oferta Electrica?

Am identificat aici două categorii mari de investitori:

- ✓ Cei care au apetit pentru investițiile bursiere, dar nu doresc să investească direct într-o singură acțiune;
- ✓ Cei care au un profil defensiv și nu doresc volatilitate. Întodeauna am fost de părere că cea mai bună soluție investițională o reprezintă un portofoliu diversificat și nu investiția într-un singur act, respectiv într-o singură acțiune. Astfel un placement realizat într-un portofoliu de fonduri de investiții cu expuneri pe clase de active diferite - acțiuni, obligațiuni, în monede diferite - lei, euro, dolari, reprezintă un mix foarte bun pentru creșterea randamentelor în condiții de risc controlat. Investitorilor din prima categorie le amintim că există alternativa investiției indirecte în acțiunile Electrica prin intermediul fondului OTP AvantisRO.

În mod special pentru investitorii care doresc un randament superior depozitelor bancare, dar nu acceptă o volatilitate ridicată asociată investițiilor la BVB, punem la dispoziție OTP Premium Return, un fond în lei, cu o strategie de investiții de tip absolute return.

Investitorii din a doua categorie au la dispoziție alternative de diversificare în lei, euro și dolari. De exemplu, OTP ComodisRO și OTP Obligatium, oferă un randament peste nivelul dobânzilor bancare la lei, bineînțeles, în condiții de lichiditate și flexibilitate ridicată. Dacă investitorii doresc să își păstreze resursele în euro, atunci OTP Euro Bond reprezintă o soluție investițională care le-ar fi adus în ultimii doi ani randamente cumulate de 10.43% în euro, OTP Euro Bond fiind cel mai profitabil fond de obligațiuni în euro din România.

Cum vedeți piața de capital, ca oportunitate de investiție, în contextul scăderii dobânzilor bancare?

Mixul de fonduri de investiții, cu expuneri pe acțiuni, obligațiuni și/sau cele de absolute return reprezintă în momentul de față una dintre cele mai interesante răspunsuri la întrebarea pe care și-o pun tot mai mulți români: "Ce pot să fac să obțin un randament mai mare decât ce primesc acum de la un depozit bancar?". ■