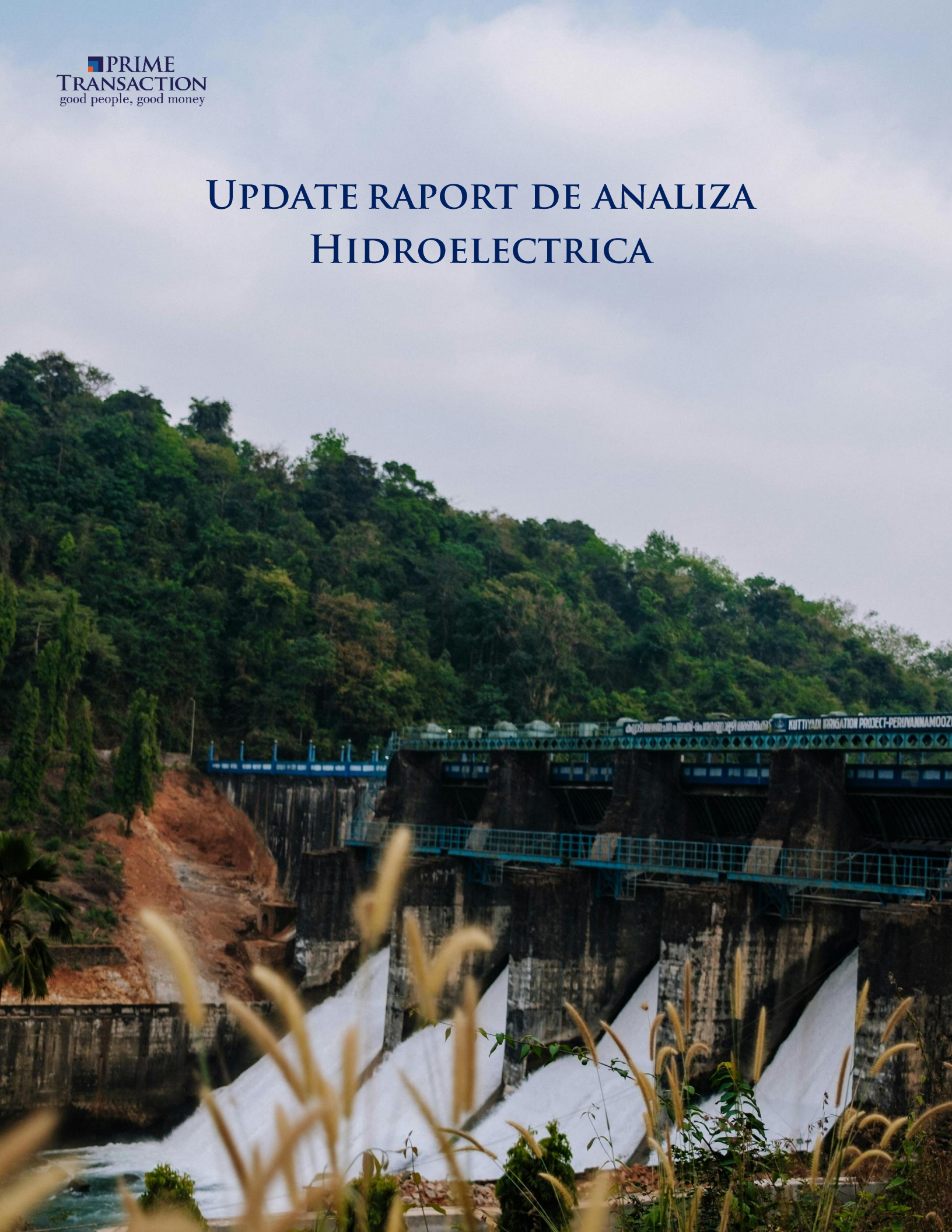
PRIME TRANSACTION
good people, good money

Update raport de analiza Hidroelectrica



Update raport de analiza Hidroelectrica

Valoare intrinseca estimata (lei/actiune)
133,0376

Sumar:

- **Hidroelectrica a avut cea mai slaba performanta bursiera dintre emitentii mari de la BVB in ultimul an, ramanand cu mult in urma indicelui BET-BK, in principal din cauza rezultatelor financiare mai slabe raportate.**
- **Au fost facute primele demersuri pentru a readuce la viata cel mai mare proiect al companiei, centrala de la Tarnita, cu o capacitate estimata la 1000 MW.**
- **Chiar daca rata de distributie a profitului spre dividende ramane aproape de 100%, randamentul e din nou in scadere, in principal din cauza rezultatelor mai slabe.**
- **Un al doilea an consecutiv cu conditii hidrologice nefavorabile a facut ca profitul sa scada din nou, o scadere atenuata, totusi, de re-liberalizarea pietei si de o revenire in ultimul trimestru al anului.**
- **Ambele metode de evaluare folosite au avut ca rezultat valori mai mici decat cele din aprilie 2025, acestea fiind in acelasi timp mai mici si decat pretul de piata al actiunii H2O. Motivele scaderii sunt rezultatele mai slabe, scaderea estimarilor privind productia viitoare si costul mai mare al capitalului.**

S.S.I.F. Prime Transaction
+4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 03.04.2026	149,6000
Capitalizare	67.290.464.023
Variatie pret YTD	20,45%
➢ Relativ la BET	+5,49%
Variatie pret 1 luna	10,81%
Variatie pret 12 luni*	32,76%
➢ Relativ la BET*	-17.55%
Maxim 52 saptamani*	153,4000
Minim 52 saptamani*	115,0000
Valoare medie tranzactii 60 zile	8.616.798 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

Acest raport nu este o recomandare de investitii. Valoarea estimata nu este un pret tinta pe care ne asteptam sa-l atinga actiunea emitentului, ci doar o valoare intrinseca, dependenta de confirmarea ipotezelor detaliate in raport. Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

Evolutii semnificative de la ultimul raport

Hidroelectrica a avut in ultimul an cea mai slaba evolutie bursiera dintre emitentii mari listati la Bursa de Valori Bucuresti, ceea ce a dus si la iesirea sa din grupul celor patru emitenti din indicele BET-BK pentru care ponderea maxima este de 7,25%, fiind inlocuita de Romgaz la ajustarea operationala a indicelui din 28 octombrie 2025.

Sursa: BVB

In cea mai mare parte a ultimelor 12 luni cotatia actiunii H2O a avut o evolutie laterala, de-abia in ianuarie 2026 incepand sa se aprecieze intr-un ritm mai rapid, fiind in fata indicelui BET-BK de la inceputul acestui an.

Indice	Pondere
BET	11,63%
BET-NG	19,73%
BET-XT	11,20%
BET-BK	4,90%
BET Plus	11,15%
BET-TR	11,63%
BET-XT-TR	11,20%
BET-EF	14,15%

Diferenta mare fata de evolutia restului pietei este explicabila in principal prin rezultatele financiare in scadere, influentate de inregistrarea unui nou an hidrologic slab, al doilea consecutiv. Imbunatatirea rezultatelor in ultimul trimestru al anului a contribuit la imbunatatirea perceptiei investitorilor fata de producatorul de energie, rezultatul fiind, asa cum spuneam, o performanta peste media pietei in primele trei luni din 2026.

Prezentare companie	
Adresa	Bd. Ion Mihalache, nr. 15-17, Bucuresti
Web	www.hidroelectrica.ro
ISIN	RO4Q0Z5RO1B6
Sectiune bursa	BVB
Segment	Premium
Piata principala	REGS
Data listarii	12.07.2023
Numar actiuni	449.802.567
Valoare nominala	10,00 RON
CAEN principal	3512

Actionar	Numar actiuni	Procent
Actionar majoritar	**360.094.390**	**80,06%**
Statul Roman prin Ministerul Energiei	360.094.390	80,06%
Institutionali, dintre care:	**42.447.411**	**9,44%**
NN Pensii Pilon 2	17.189.115	3,82%
Allianz Tiriac Pensii Pilon 2	13.117.352	2,92%
Metropolitan Life Pilon 2	8.053.100	1,79%
Carpathia Pensii Pilon 2	6.282.695	1,40%
Generali Pensii Pilon 2	5.502.007	1,22%
BCR Pensii Pilon 2	3.150.391	0,70%
BRD Pensii Pilon 2	2.669.898	0,59%
Free float	**89.708.177**	**19,94%**

Sursa: BVB, raportari fonduri de pensii Pilon 2 si SIF-uri

Mai jos sunt cateva dintre evenimentele importante care au avut loc in aceasta perioada:

- In luna iunie a fost inchisa procedura insolventei filialei Hidroserv SA, aflata in procedura generala a insolventei din octombrie 2016, prin reinsertia acesteia in circuitul economic.
- In luna septembrie au incetat de comun acord mandatele directorului general (CEO) si celui financiar (CFO), fiind identificate probleme de guvernanta corporativa de catre Comisia Europeana in cazul numirilor celor doi. In cazul in care ar fi ramas in functii, Romania risca sa piarda 25 mil. EUR ca urmare a neindeplinitii unuia dintre jaloanele PNRR. In momentul de fata funciile de CEO si CFO sunt exercitate temporar de doi dintre ceilalti membri ai Directoratului.

Consiliul de Supraveghere

Nume	Functie
Silviu Razvan Avram	Presedinte CS
Ana-Barbara Bobirca	Membru CS
Carmen Radu	Membru CS
George Marius Toniuc	Membru CS
Catalin Vladut Popescu	Membru CS
Ion Ariton	Membru CS
Emil Merdan	Membru CS

Directorat

Nume	Functie
Bogdan Nicolae Badea	Preluare atributii CEO
Radu Ioan Constantin	Preluare atributii CFO
Ianas Radoi	Membru – COO
Bogdan Nicolae Badea	Membru – CIO
Radu Ioan Constantin	Membru – CAO

Sursa: Hidroelectrica

- In lunile octombrie si noiembrie au fost semnate contractele pentru retehnologizarea Centralei Hidroelectrice Stejaru, cu o valoare de 97,49 mil. EUR fara TVA, atribuit filialei Hidroserv SA, si pentru retehnologizarea statiilor de pompare Petrimanu, Jidoaia si Lotru, cu o valoare de 97,88 mil. EUR fara TVA, atribuit Electromontaj SA. Cele doua se numara printre cele mai mari proiecte investitionale ale companiei.
- In luna octombrie, presedintele Consiliului de Supraveghere al companiei a fost trimis in judecata de DNA, fiind acuzat de luare de mita in perioada dinainte de a fi numit in functia de la producatorul de energie electrica.
- In AGEA din 27 ianuarie a fost aprobata infiintarea unei societati mixte, in cote egale de 50%, de catre Hidroelectrica si EDF Power Solutions International, pentru dezvoltarea proiectului Centralei Hidroelectrice cu Acumulare prin Pompaj Tarnita, un proiect aparut in perioada comunista, care ar urma sa aiba o putere instalata de 1.000 MW.
- Pentru Adunarea Generala Ordinara anuala a Actionarilor din 28 aprilie a fost propus un dividend de 7,348365 lei/actiune, apropiat de cel din estimarea noastra ajustata 13 martie. Randamentul dividendului la pretul curent al actiunii este de 4,93%.

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T4 2025

Indicator (RON)	T4 2025	T4 2024	Evolutie T4	2025	2024	Evolutie anuala
Venituri	2.921.195.000	1.922.790.000	**51,92%**	9.619.010.000	9.122.709.000	5,44%
Alte venituri	93.359.000	69.684.000	**33,97%**	126.394.000	236.836.000	-46,63%
Total venituri operationale	**3.014.554.000**	**1.992.474.000**	**51,30%**	**9.745.404.000**	**9.359.545.000**	**4,12%**
Cheltuieli cu apa uzinata	-126.650.000	-103.972.000	**21,81%**	-444.764.000	-517.805.000	-14,11%
Cheltuieli cu personalul	-312.938.000	-291.301.000	**7,43%**	-1.019.598.000	-885.397.000	15,16%
Transport si distributie energie electrica	-490.970.000	-320.909.000	**52,99%**	-1.634.838.000	-1.228.392.000	33,09%
Energie electrica achizitionata	-313.938.000	-102.061.000	**207,60%**	-911.358.000	-208.848.000	336,37%
Cheltuieli cu certificatele verzi	-94.187.000	-76.732.000	**22,75%**	-354.338.000	-273.534.000	29,54%
Amortizare imobilizari	-221.991.000	-231.224.000	**-3,99%**	-882.879.000	-904.968.000	-2,44%
Ajustari pentru deprecierea imobilizarilor corporale si necorporale	-100.414.000	-44.404.000	**126,14%**	-99.463.000	-39.494.000	151,84%
Pierderi din deprecierea creantelor comerciale	-2.555.000	-22.621.000	**-88,71%**	-37.087.000	-78.829.000	-52,95%
Reparatii, intretinere, materiale si consumabile	-25.355.000	-54.979.000	**-53,88%**	-111.529.000	-92.356.000	20,76%
Taxa producatori energie electrica	0	-15.313.000	**-100,00%**	-122.721.000	-234.654.000	-47,70%
Alte cheltuieli de exploatare	-187.573.000	-129.828.000	**44,48%**	-407.790.000	-307.240.000	32,73%
Total cheltuieli operationale	**-1.876.571.000**	**-1.393.344.000**	**34,68%**	**-6.026.365.000**	**-4.771.517.000**	**26,30%**
Profit operational	**1.137.983.000**	**599.131.000**	**89,94%**	**3.719.039.000**	**4.588.029.000**	**-18,94%**
Rezultat financiar net	65.136.000	40.056.000	**62,61%**	239.406.000	256.566.000	-6,69%
Profit inainte de impozitare	**1.203.119.000**	**639.187.000**	**88,23%**	**3.958.445.000**	**4.844.595.000**	**-18,29%**
Impozit pe profit	-147.412.000	-43.262.000	**240,74%**	-588.751.000	-716.679.000	-17,85%
Profit net	**1.055.707.000**	**595.925.000**	**77,15%**	**3.369.694.000**	**4.127.916.000**	**-18,37%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Veniturile consolidate ale Hidroelectrica au crescut cu nu mai putin de 51,9% in ultimul trimestru al anului, de la 1,92 mld. RON la 2,92 mld. RON, dupa ce in primele noua luni scazusera cu 6,97%. Motivul principal al cresterii este productia mai mare, determinata la randul sau de conditiile hidrologice favorabile din T4 2025. Productia neta de energie electrica a crescut cu 20,03%, de la 2,81 TWh in T4 2024 la 3,37 TWh in T4 2025, o evolutie mult mai buna decat in primele noua luni, atunci cand scazuse cu 23,34%.

Cresterea productiei a avut doua efecte importante. Primul a fost cresterea vanzarilor pe piata angro cu 44,64%, marja de profit de pe aceasta piata fiind mult mai mare decat cea de pe segmentul de furnizare, iar

al doilea efect a fost necesitatea mai mica de achizitii pentru acoperirea contractelor de furnizare, ceea ce a dus, de asemenea, la o imbunatatire a marjelor de profit.

La productia mai mare s-a adaugat si un context de piata favorabil, marcat de liberalizarea segmentului de furnizare la 1 iulie, ceea ce a contribuit in mod direct la cresterea pretului mediu de vanzare pe acest segment (+29,37% in T4 fara costurile transferate) si in mod indirect la un pret mediu mai mare si pe piata angro comparativ cu perioada similara a anului trecut, atunci cand inca exista mecanismul de achizitie centralizata de energie electrica (MACEE), administrat de OPCOM.

Si cheltuielile operationale au crescut, insa nu la fel de mult ca veniturile. Cele mai importante cresteri au avut legatura cu volumul de activitate mai mare: costurile cu energia electrica achizitionata au urcat cu 211,88 mil. RON (+207,60%), existand in continuare necesitatea de a achizitiona o parte a energiei pentru revanzare, si cele cu transportul si distributia energiei electrice cu 170,06 mil. RON (+52,99%), ca urmare a vanzarilor mai mari pe segmentul de furnizare si tarifelor mai mari de transport si distributie.

O alta crestere importanta a fost cea a cheltuielilor cu ajustarile pentru deprecierea imobilizarilor, de la 44,4 mil. RON in T4 2024 la 100,41 mil. RON in T4 2025, motivul fiind modificarea ipotezelor utilizate pentru estimarea acestor ajustari.

Cresterea cumulata a cheltuielilor operationale a fost mai mica in termeni procentuali decat cea a veniturilor, asa ca profitul operational a crescut mai rapid decat veniturile, cu 89,94%, de la 599,13 mil. RON in T4 2024 la 1,14 mld. RON in T4 2025. Pe intregul an acesta a ramas in scadere, de la 4,59 mld. RON la 3,72 mld. RON (-18,94%). Se observa ca, desi in cazul veniturilor cresterea din T4 a fost de ajuns pentru a inversa directia pentru intregul an, pentru profitul operational nu a fost la fel. Diferenta vine de la cheltuieli, care au avut o crestere considerabila in primele noua luni ale anului, mai ales in cazul energiei electrice achizitionate si cheltuielilor cu transportul si distributia energiei electrice, la baza cresterii cheltuielilor cu achizitia energiei stand tot scaderea productiei ca urmare a conditiilor hidrologice mai proaste decat cele din 2024.

Rezultatul financiar net a crescut cu 62,61%, de la 40,06 mil. RON la 65,14 mil. RON, motivul fiind cresterea veniturilor din penalitati de intarziere, in principal pe segmentul de furnizare, acolo unde a crescut numarul de clienti. O influenta negativa a venit de la cresterea ratei efective de impozitare de la 6,77% la 12,25%, un nivel mai apropiat de rata nominala a impozitului pe profit.

Profitul net a crescut cu un procent ceva mai mic decat cel operational, cu 77,15%, de la 595,92 mil. RON in T4 2024 la 1,06 mld. RON in T4 2025. La nivel anual si acesta a ramas in scadere, de la 4,13 mld. RON in 2024 la 3,37 mld. RON in 2025. Anul 2025 a fost al doilea consecutiv cu conditii hidrologice proaste, pana acum cea mai lunga perioada din intervalul pentru care avem date disponibile fiind de trei ani. E posibil, in aceste conditii, ca T4 2025 sa prefigureze o perioada mai buna si in 2026, sustinuta si de conditiile mai bune de pe piata energiei electrice ca urmare a liberalizarii acesteia.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Risc financiar							
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,70	-0,76	-1,12	-1,19	-1,60	-1,75	-1,73
Numerar/Active	11,33%	12,47%	15,82%	14,53%	16,34%	18,75%	18,42%
Datorii totale/Active	12,71%	13,15%	15,57%	15,12%	14,04%	15,29%	16,94%
Rezultate financiare							
EBITDA (mil. RON)	2.678	2.637	4.741	5.929	8.237	5.532	4.701
Lichiditate							
Rata rapida	3,98	4,33	4,63	5,14	7,43	6,40	4,41
Rata curenta	4,10	4,45	4,69	5,21	7,50	6,49	4,49
Rata numerarului	3,38	3,67	3,88	3,68	4,44	4,81	3,23
Efect de levier	0,15	0,15	0,18	0,18	0,16	0,18	0,20
Capital de lucru/Vanzari	0,43	0,51	0,51	0,44	0,57	0,62	0,55
Durata incasare creante	28,62	34,04	35,64	51,79	91,23	63,71	63,61
Rata de rotatie creante	12,75	10,72	10,24	7,05	4,00	5,73	5,74
Durata mentinere stocuri	36,18	30,82	16,80	11,50	8,23	11,86	11,00
Rata de rotatie stocuri	10,09	11,84	21,73	31,74	44,36	30,77	33,20
Durata plata furnizori	89,40	84,20	53,31	45,00	47,30	54,34	70,36
Rata de rotatie datorii furnizori	4,08	4,34	6,85	8,11	7,72	6,72	5,19
Rata de rotatie numerar	2,13	1,86	1,87	2,58	2,56	1,85	1,98
Ciclu conversie numerar (zile)	-24,60	-19,34	-0,87	18,29	52,15	21,23	4,25
Rentabilitate							
Rentabilitatea activelor (ROA)	8,02%	8,63%	13,60%	17,54%	21,87%	15,30%	12,62%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	9,19%	9,94%	16,11%	20,67%	25,44%	18,06%	15,19%
Eficienta operationala							
Rata de rotatie a activelor	0,24	0,23	0,30	0,37	0,42	0,35	0,36
Rata de rotatie capital propriu	0,28	0,27	0,35	0,44	0,49	0,41	0,44
Profitabilitate							
Marja bruta	82,88%	80,05%	81,59%	75,85%	74,20%	69,09%	57,83%
Marja EBITDA	64,12%	68,03%	70,78%	62,29%	67,54%	59,11%	48,24%
Marja operationala	47,29%	43,69%	53,33%	52,64%	59,04%	49,02%	38,16%
Marja neta	33,19%	37,23%	46,06%	46,87%	52,20%	44,10%	34,58%
Rata efectiva de impozitare	33,38%	18,63%	14,25%	14,54%	14,66%	14,79%	14,87%

La fel ca si pentru ceilalti emitenti care nu publica indicatorul „cost of goods sold", necesar pentru calculul catorva dintre indicatorii din tabel, l-am estimat pe baza informatiilor existente in rezultatele financiare, asa ca exista o marja de eroare din acest punct de vedere.

Risc financiar

Datoriile financiare nete sunt in continuare negative, mentinandu-se in apropierea minimului istoric inregistrat in 2024. Sunt luate in considerare si investitiile pe termen scurt, care fac parte de facto din pozitia de numerar a companiei. Ponderea numerarului si a investitiilor pe termen scurt in activele totale a scazut

usor, de la 18,75% in 2024 pana la 18,42% in 2025, in timp ce ponderea datoriilor totale (nu doar financiare) in active a crescut pana la un maxim al perioadei analizate, de 16,94%, ceea ce reprezinta in continuare o valoare foarte mica.

Lichiditate

Sumele foarte mari din conturi si depozite fac ca indicatorii de lichiditate sa fie de asemenea la un nivel foarte bun, chiar daca acestia au mai scazut fata de nivelul din 2023, atunci cand au fost atinse maximele ultimilor 7 ani, si 2024.

Ciclul de conversie a numerarului a ramas la un nivel redus, apropiindu-se chiar de teritoriul negativ, acolo unde a mai fost in 2019 si 2020.

Rentabilitate

Cei doi indicatori de rentabilitate au continuat sa scada in anul 2025, ajungand la cele mai mici valori de dupa anul 2020, dupa ce in 2023 atinsesera niste maxime istorice, pe fondul pretului foarte mare al energiei electrice.

In cazul Hidroelectrica ROE si ROA sunt apropiate, ponderea capitalurilor proprii in activele totale fiind una constant ridicata, intre 83,06% si 87,29% in perioada inclusa in tabel.

Eficienta operationala

Ratele de rotatie ale activelor si capitalurilor proprii s-au stabilizat in zona in care au ajuns in 2022, fiina la un nivel superior fata de cele din anii anteriori, tot ca urmare a pretului mai mare al energiei electrice.

Profitabilitate

Marjele de profit au continuat sa scada, toate cele patru pe care le-am calculat ajungand la cel mai mic nivel de dupa anul 2019. Motivul principal al acestei scaderi, care nu a fost corelata cu indicatorii de rentabilitate, este ascensiunea segmentului de furnizare, ale carui marje sunt net inferioare celui de productie din surse hidro. Cele mai mari cresteri de cheltuieli din perioada analizata au fost de departe cele ale cheltuielilor cu transportul si distributia energiei si cele cu energia electrica achizitionata, determinate in proportie covarsitoare de segmentul de furnizare.

Analiza DuPont

Mai jos am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia. ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital

propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare.

Indicator (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Marja neta	33,19%	37,23%	46,06%	46,87%	52,20%	44,10%	34,58%
Rata rotatie active	0,24	0,23	0,30	0,37	0,42	0,35	0,36
Multiplicator capital propriu	1,15	1,15	1,18	1,18	1,16	1,18	1,20
ROE	**9,19%**	**9,94%**	**16,11%**	**20,67%**	**25,44%**	**18,06%**	**15,19%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Rentabilitatea capitalului propriu a atins un maxim de 25,44% in anul 2023, dupa care a revenit pana la un nivel apropiat de cel din anii anteriori, in 2025 fiind inregistrat un minim al perioadei 2021-2025. Valoarea mare din anul 2023 a avut la baza marja neta si rata de rotatie a activelor, ambele fiind urcate pe de o parte de pretul mare al energiei electrice, iar pe de alta parte de conditiile hidrologice favorabile, care au contribuit la obtinerea celei mai mari productii de energie electrica de dupa anul 2014 pentru Hidroelectrica.

Tip cheltuiala (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Transport si distributie energie electrica	1,54%	1,59%	1,65%	5,23%	9,90%	13,12%	16,78%
Cheltuieli cu personalul	9,50%	12,91%	8,76%	6,58%	5,97%	9,46%	10,46%
Energie electrica achizitionata	0,62%	0,40%	1,35%	7,32%	3,74%	2,23%	9,35%
Amortizare imobilizari	17,66%	19,77%	11,35%	8,11%	6,55%	9,67%	9,06%
Impozit pe profit	16,63%	8,52%	7,66%	7,97%	8,97%	7,66%	6,04%
Cheltuieli cu apa uzinata	7,84%	7,92%	8,06%	4,74%	5,24%	5,53%	4,56%
Alte cheltuieli de exploatare	5,90%	4,09%	5,29%	3,55%	1,97%	3,28%	4,18%
Cheltuieli cu certificatele verzi	0,00%	0,36%	0,78%	1,92%	2,43%	2,92%	3,64%
Taxa producatori energie electrica	0,00%	0,00%	1,99%	7,06%	1,85%	2,51%	1,26%
Reparatii, intretinere, materiale si consumabile	2,67%	2,68%	1,06%	0,87%	0,70%	0,99%	1,14%
Ajustari pierderi de valoare imobilizari	-0,83%	4,57%	6,09%	1,53%	1,94%	0,42%	1,02%
Ajustari depreciere creante	0,03%	0,47%	0,29%	0,45%	0,66%	0,84%	0,38%
Ajustari depreciere stocuri	0,01%	0,70%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezultat net provizioane	7,79%	0,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezultat financiar net	-2,54%	-2,06%	-0,39%	-2,20%	-2,12%	-2,74%	-2,46%
Total cheltuieli	**66,81%**	**62,77%**	**53,94%**	**53,13%**	**47,80%**	**55,90%**	**65,42%**
Marja neta	**33,19%**	**37,23%**	**46,06%**	**46,87%**	**52,20%**	**44,10%**	**34,58%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Structura cheltuielilor a inregistrat schimbari substantiale intre 2019 si 2025, determinate de cresterea ponderii segmentului de furnizare in veniturile companiei. Cheltuielile cu transportul si distributia au ajuns sa fie cele mai mari din contul de profit si pierdere inca din anul 2023, crescandu-si intre timp avansul fata de celelalte categorii. Cele cu

energia electrica achizitionata au ajuns la randul lor la o pondere de aproape 10% in venituri, cantitatile de energie produse nefiind intotdeauna suficiente pentru a acoperi atat vanzarile contractate pe piata angro, cat si consumul clientilor de pe partea de furnizare. De regula apar diferente mai mari in anii cu productie slaba, asa cum a fost si 2025, anul in care productia a ajuns la cel mai mic nivel de dupa 2012.

Cele mai multe dintre categoriile de cheltuieli cu ponderi mari au o marja mica de manevra, cheltuielile cu transportul si distributia energiei electrice, cele cu apa uzinata si impozitul pe profit fiind reglementate, cele cu achizitiile de energie depinzand de factori externi precum conditiile hidrologice si pretul de pe piata spot, iar cele cu amortizarea si deprecierea imobilizarilor fiind greu de influentat pe termen scurt. Singura categorie care poate fi influentata in mod mai serios este cea a cheltuielilor cu personalul, insa si pentru acestea exista limitari, mai ales la o companie de stat.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Brookfield Renewable Partners (SUA)		2,23	1,60	22,43	11,49
CK Power (Tailanda)	6,66	0,61	1,83	12,17	5,28
Energias de Portugal (Portugalia)	17,14	1,74	1,26	10,10	2,85
Enel (Italia)	23,47	3,09	1,27	8,24	2,26
Engie (Franta)	19,97	2,24	1,02	8,29	1,68
Neoenergia SA (Brazilia)	8,05	1,11	0,86	6,37	1,94
Southern Company (SUA)	24,72	2,98	3,63	13,71	6,18
China Yangtze Power (China)	20,00	2,97	7,79	14,67	11,25
Medie fara extreme	**17,14**	**2,12**	**2,41**	**12,00**	**5,37**
Hidroelectrica (Romania)	19,97	3,03	6,90	13,33	6,43
Pret actiune H2O	149,6000				
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare	128,4363	104,5990	52,1608	134,6751	124,8653
Medie valoare estimata	108,9473				
Medie ajustata valoare estimata	**123,1440**				
Mediana emitenti Utilities-Renewable Europa	20,79	1,45	2,72	10,83	4,78
Valoare cu mediana Utilities-Renewable Europa	155,7482	71,4996	58,9314	121,5696	111,2241
Medie valoare cu mediana Utilities-Renewable Europa	103,7946				
Mediana emitenti Regulated Electric Europa	18,73	1,37	2,38	10,12	2,36
Valoare cu mediana Regulated Electric Europa	140,3157	67,5548	51,5650	113,5997	54,9140
Medie valoare cu mediana Regulated Electric Europa	85,5898				

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

De data aceasta am ales sa includem doi emitenti noi in evaluarea pe baza multiplilor de piata. Primul este compania italiana Enel, care, desi are un business mult mai diversificat decat cel al Hidroelectrica, are o pondere importanta a productiei din surse

hidro, mai exact 31,46% din capacitatea instalata a grupului si aproape jumatate din cea din surse regenerabile. Cel de-al doilea este un producator exclusiv din surse hidro, China Yangtze Power, care opereaza printre altele si cea mai mare hidrocentrala din lume, cu o putere instalata de 22,5 GW.

Si de data aceasta a fost exclus din calculul final multiplul P/S, care in cazul Hidroelectrica este foarte mare, din cauza marjei de profit foarte mari la care opereaza compania, generata la randul sau de impartirea sectorului de productie a energiei electrice dupa sursa de productie.

Rezultatele in scadere ale companiei, impreuna cu cresterea pretului actiunii, au facut ca toti multiplii de piata sa creasca fata de materialul din aprilie 2025. Acest lucru nu s-a intamplat doar la Hidroelectrica, mediile fara extreme ale multiplilor luati in considerare crescand la randul lor, insa intr-un ritm ceva mai lent.

In final, media ajustata (fara includerea P/S) a valorilor intrinseci estimate a scazut cu 9,24%, de la 135,6808 lei/actiune in aprilie 2025 pana la 123,1440 lei/actiune in materialul curent. Valoarea este cu 17,68% mai mica decat pretul de inchidere al actiunii din data de 3 aprilie.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Venituri totale	**9.745,40**	**12.097,13**	**12.696,99**	**13.326,84**	**13.988,18**	**14.682,59**
Evolutie	*5,44%*	*24,72%*	*5,00%*	*5,00%*	*5,00%*	*5,00%*
Cheltuieli operationale	6.026,37	5.191,67	5.521,56	5.756,91	5.999,49	6.771,33
Evolutie	*26,30%*	*-13,85%*	*6,35%*	*4,26%*	*4,21%*	*12,87%*
Profit operational	**3.719,04**	**6.905,46**	**7.175,43**	**7.569,93**	**7.988,69**	**7.911,26**
Evolutie	*-18,94%*	*85,68%*	*3,91%*	*5,50%*	*5,53%*	*-0,97%*
Marja operationala	38,16%	57,08%	56,51%	56,80%	57,11%	53,88%
Rezultat financiar net	239,41	251,38	251,38	251,38	251,38	251,38
Evolutie	*-6,69%*	*5,00%*	*0,00%*	*0,00%*	*0,00%*	*0,00%*
Profit net	**3.369,69**	**6.011,74**	**6.238,52**	**6.569,89**	**6.921,66**	**6.856,61**
Evolutie	*-18,37%*	*78,41%*	*3,77%*	*5,31%*	*5,35%*	*-0,94%*
Marja neta	34,58%	49,70%	49,13%	49,30%	49,48%	46,70%

Sursa: estimari Prime Transaction

In urma cu un an estimam o imbunatatire a rezultatelor financiare
in 2025 pe fondul imbunatatirii conditiilor de pe piata, ceea ce nu s-a mai intamplat, insa nu din cauza conditiilor de pe piata, care chiar s-au imbunatatit, ci din cauza scaderii productiei de energie a companiei. Lipsa de predictibilitate a productiei face ca estimarile pe termen mai scurt sa aiba o marja de eroare ridicata, insa evaluarea nu se bazeaza pe estimari exacte, ci pe un scenariu pentru evolutia viitoare. Productia luata

in considerare este o medie multianuala pe care o anticipam, iar faptul ca in 2025 realitatea a fost departe de aceasta medie duce la o diferenta mare intre profitul net raportat recent si cel din evaluarea noastra prin metoda DCF.

Comparativ cu evaluarea din aprilie 2025 am facut urmatoarele modificari:

- Scadere de la 17 TWh pe an la 16,5 TWh pe an a productiei medii anuale, mai aproape de valorile inregistrate in ultimii ani.
- Crestere anuala a pretului mediu realizat, dupa ce anterior estimam o stabilizare a acestuia.
- Crestere a cantitatilor de energie electrica achizitionate, in conditiile unei ponderi mai mari a segmentului de furnizare.
- Costuri de capital in scadere treptata fata de nivelul din 2025, atunci cand au atins un nivel aproape dublu fata de maximul anterior, inregistrat chiar in 2024.
- Extinderea perioadei pana la anul 2030, in conditii apropiate de cele din precedentii doi ani.

In afara de acestea, raman valabile ipotezele anterioare:

- Cantitatea anuala constanta, desi in realitate lucrurile stau exact invers, productia fiind foarte volatila. In practica ar fi imposibil de estimat cat va ploua in fiecare an si ce impact va avea asta asupra productiei de energie electrica din hidrocentrale, asa ca mergem pe o medie pe care o consideram constanta.
- Cheltuielile cu apa uzinata constante, iar cele cu transportul si distributia energiei electrice in crestere, luand in considerare cresteri ale tarifelor reglementate atat pentru transport, cat si pentru distributie.
- Crestere de 5% pe an a cheltuielilor cu personalul.
- Rezultat financiar net in crestere in viitorul apropiat, apoi stabil.
- Rata efectiva de impozitare de 16%, la nivelul ratei nominale a impozitului pe profit.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EBIT*(1-T)	**5.800,58**	**6.027,36**	**6.358,74**	**6.710,50**	**6.645,45**
+ Amortizare	1.057,89	1.107,39	1.151,95	1.192,05	1.230,14
- Variatie capital de lucru	733,07	299,93	314,92	330,67	347,20
- Cheltuieli de capital	495,06	445,56	401,00	380,95	361,90
FCFF	**5.630,34**	**6.389,27**	**6.794,76**	**7.190,93**	**7.166,49**
WACC	**16,89%**				
Factor actualizare	1,1267	1,3169	1,5393	1,7993	2,1031
FCFF actualizat	4.997,39	4.851,68	4.414,15	3.996,59	3.407,56
Terminal Value					53.152,15
Terminal Value actualizat	25.273,05				

Enterprise Value	46.940,42				
+ Numerar	4.919,75				
- Datorii	284,96				
Equity Value	51.575,21				
Numar actiuni	449.802.567				
Valoare estimata pe actiune	**114,6619**				

In afara de ipotezele expuse mai sus, pentru estimarea valorii actualizate a fluxurilor de numerar viitoare am mai luat in calcul:

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	**17,46%**
➢ Rata fara risc	6,90%
➢ Prima de risc a pietei	17,61%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	24,50%
○ Rata fara risc	6,90%
➢ Beta (2 ani)	0,60
Costul datoriilor	**6%**
Pondere capital propriu	5%
Pondere datorii	95%
WACC	**16,89%**

Sursa: estimari Prime Transaction

- ➢ Capital de lucru conectat la volumul de activitate.
- ➢ Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 16,89%, influentat de:
  - ○ Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,46%, influentat la randul sau de:
    - ▪ Rata fara risc de 6,90%, egala cu media pe ultimii 2 ani a randamentelor titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara.
    - ▪ Prima de risc a pietei de 17,61%, calculata ca diferenta intre media pe ultimii 2 ani a randamentul mediu anual pe 5 ani obtinut de indicele BET-TR si rata fara risc.
    - ▪ Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,60, calculat pentru ultimii 2 ani.
  - ○ Costul datoriilor de 6%, in scadere de la 7% anterior.
  - ○ Pondere de 95% pentru capitalul propriu si 5% pentru datoriile financiare.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 114,6619 lei/actiune prin metoda DCF, cu 23,35% mai mica decat pretul de inchidere din 3 aprilie si cu 12,07% mai mica decat valoarea rezultata prin aceeasi metoda in aprilie 2025. Scaderea are printre motive reducerea estimarii privind productia medie viitoare si cresterea costului mediu ponderat al capitalului.

Luand in calcul si evaluarea pe baza multiplilor de piata, media valorilor obtinute prin cele doua metode este de 118,9029 lei/actiune, cu 20,52% mai mica decat pretul de piata al actiunii si cu 10,62% mai mica decat cea din materialul anterior. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus.

Trebuie luat in calcul si faptul ca pretul de piata nu este influentat doar de valoarea intrinseca, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta spre aceasta valoare.

Departament analiza,

Marius Pandele

Primesti informatie optimizata si relevanta pentru tine! Cum?

Rapoarte zilnice

Dimineata si seara iti trimitem stirile „calde" din piata, ultimele informatii cu impact asupra pietei bursiere. Morning Brief si Raportul Zilnic reprezinta legatura ta directa cu ceea ce este relevant cu mediul bursier.

Raportul saptamanal

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au fost cele mai tranzactionate, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai.

Editoriale

Opinii ale specialistilor Prime Transaction privind evenimente bursiere, trenduri economice sau orice alte evolutii cu impact asupra pietelor bursiere.

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer" dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent si multe altele…

PRIME TRANSACTION

Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114
+4021 321 40 88; +4 0749 044 045
E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90
Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacţiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuaţia preţurilor pieţei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor şi/sau a profiturilor, fluctuaţia cursului de schimb.Materialele ce conţin recomandări de investiţii realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu îşi asumă responsabilitatea pentru tranzacţiile efectuate pe baza acestor informaţii.SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanţele anterioare nu reprezintă garanţii ale performanţelor viitoare.

Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, la sectiunea „Informatii piata"/"Materiale analiza". Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate aici.

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Autoritatea de Supraveghere Financiara, http://www.asfromania.ro.

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul delegeta (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.

PRIME TRANSACTION

Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114
+4021 321 40 88; +4 0749 044 045
E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90
Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO