PRIME TRANSACTION

Update raport de analiza **Nuclearelectrica (SNN)**

Str. Caloian Judetul 22, Sector 3
Bucuresti, Romania
Cod Postal: 031114

0749.044.045
help@primet.ro

Foloseste PRIME ANALYZER
pe mobil. Scaneaza QR-ul ->

Update raport de analiza Nuclearelectrica

Valoare intrinseca estimata (lei/actiune)
61,1330

SSIF Prime Transaction
+4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Sumar:

- **Actiunea SNN a avut o evolutie volatila in perioada de un an care a trecut de la precedentul update, insa a ajuns in final intr-o zona apropiata de cea din care pornise.**
- **In acest interval au fost facuti mai multi pasi in directia implementarii proiectelor investitionale majore, cum ar fi retehnologizarea Unitatii 1, constructia Unitatilor 3 si 4 si proiectul reactoarelor modulare mici de la Doicesti.**
- **Rata de distributie a profitului catre dividende a ramas aproape de cea de anul trecut, cu un randament in scadere, insa in continuare peste media emitentilor de la BVB.**
- **Rezultatele financiare au intrat pe o panta descendenta, determinata in principal de scaderea pretului mediu de vanzare al energiei electrice, atat pe cale naturala, ca urmare a scaderii presiunilor inflationiste, cat si pe cale artificiala, prin plafonarea pretului de catre Stat.**
- **Valoarea intrinseca estimata a scazut cu 15,50% fata de materialul anterior, fiind in continuare mai mare decat pretul de piata, dar la o diferenta mai mica decat in urma cu un an. Scaderea fata de materialul anterior are la baza in principal reducerea estimarilor privind pretul energiei in viitorul apropiat.**

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 19.07.2024	47,5500
Capitalizare	14.343.167.159,70
Variatie pret YTD	4,77%
➢ Relativ la BET	-13,70%
Variatie pret 1 luna	6,97%
Variatie pret 12 luni*	12,32%
➢ Relativ la BET*	-20,44%
Maxim 52 saptamani*	52,2000
Minim 52 saptamani*	44,0000
Valoare medie tranzactii 60 zile	1.974.181,29 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

Evolutia pretului actiunii SNN de la ultimul update, realizat in iunie 2023, a fost una destul de volatila, mai intai cu o crestere pana la maximul istoric de 52,2 lei pe actiune la finalul sedintei de tranzactionare din 16 ianuarie (si 52,4 lei pe actiune maxim istoric intraday, inregistrat in aceeasi zi), apoi cu o scadere pana in zona de la care pornise, iar ulterior cu o revenire spre jumatatea acestui interval.

Volatilitatea a avut de a face in mare parte cu rezultatele financiare inregistrate de companie, acestea osciland mult in functie de situatia de pe piata energiei electrice. Existenta mecanismului de achizitie centralizata a energiei electrice (MACEE) administrat de OPCOM, pentru care in cursul acestui an a fost modificat pretul de achizitie de la 450 RON/MWh la 400 RON/MWh, a generat o volatilitate semnificativa a rezultatelor financiare. Acest sistem este al 4-lea pe care Statul l-a experimentat pentru piata energiei electrice dupa pandemia COVID, incepand de la liberalizarea totala a pietei, trecand apoi prin etapa introducerii unei suprataxe pentru energia

Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	3,81%
BET-BK	4,69%
BET-NG	7,05%
BET-XT	3,79%
BET Plus	3,57%
ROTX	4,06%
BET-TR	3,77%
BET-XT-TR	3,75%

Prezentare companie	
Adresa	Bd. Iancu de Hunedoara, nr. 48, Bucuresti
Web	www.nuclearelectrica.ro
ISIN	ROSNNEACNOR8
Sectiune bursa	BVB
Segment	Premium
Piata principala	REGS
Data listarii	04.11.2013
Numar actiuni	301.643.894
Valoare nominala	10,00 RON
CAEN principal	3511

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
Actionar majoritar	**248.850.476**	**82,50%**
Statul Roman prin Ministerul Energiei	248.850.476	82,50%
Institutionali, dintre care:	**31.710.019**	**10,51%**
NN Pensii Pilon 2	12.450.000	4,13%
Carpathia Pensii Pilon 2	5.000.000	1,66%
Metropolitan Life Pensii Pilon 2	4.520.228	1,50%
Generali Pensii Pilon 2	2.955.437	0,98%
The Vanguard Group	2.054.319	0,68%
BCR Pensii Pilon 2	1.183.665	0,39%
BRD Pensii	936.603	0,31%
Goldman Sachs Asset Management	925.000	0,31%
Free float total	**52.793.418**	**17,50%**

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

vanduta la pret superior unui benchmark stabilit de Stat, apoi prin cea a compensarii diferentelor de pret pentru consumatori, iar in final prin stabilirea unui pret fix la care sa fie vanduta o parte a energiei electrice.

Conducerea companiei

Nume	Functie
Teodor Chirica	Presedinte CA
Cosmin Ghita	Membru CA, Director General
Vasilica Grajdan	Membru CA
Elena Popescu	Membru CA
Dumitru Chirlesan	Membru CA
Remus Vulpescu	Membru CA

Sursa: Nuclearelectrica

Printre cele mai importante evenimente care s-au intamplat de la data ultimului update (12.06.2023) se numara:

- Instalatia de detritiere, care ar putea fi utilizata in viitor in cadrul reactoarelor de fuziune, ce a fost finantata printr-un contract de credit de 145 mil. EUR incheiat pe 22 decembrie 2023 cu Banca Europeana pentru Investitii (BEI), aprobat in Adunarea Generala Extraordinara a Actionarilor (AGEA) din 07 decembrie 2023. Anterior, pe 28 iunie 2023 fusese incheiat un contract de inginerie, procurare si constructie cu Korea Hydro & Nuclear Power (KHNP) pentru finalizarea acestei instalatii, iar in Adunarea Generala Ordinara a Actionarilor (AGOA) din 5 iulie 2023 fusese aprobata actualizarea indicatorilor proiectului ca urmare a efectelor inflatiei.
- In cazul reactoarelor 3 si 4, pe 20 septembrie 2023 a fost anuntat un sprijin de 3 mld. CAD din partea Canadei pentru finantarea proiectului, iar pe 2 iulie 2024 a fost raportata primirea punctului de vedere pozitiv de la Comisia Europeana in legatura cu acesta.
- Pentru retehnologizarea Unitatii 1 a centralei de la Cernavoda au fost semnate doua contracte, mai intai cu Candu Energy Inc. si Commercial Corporation pentru furnizarea de scule, unelte si servicii in valoare totala de 781 mil. CAD, la 28 noiembrie 2023, apoi un acord-cadru cu Canadian Nuclear Partners SA, pentru furnizarea mai multor tipuri de servicii, in valoare de circa 360 mil. CAD, la data de 11 iunie 2024. De asemenea, potrivit informatiilor aparute in presa, compania intentioneaza sa contracteze servicii pentru actualizarea studiului de fezabilitate realizat in anul 2020, suma estimata atunci pentru retehnologizarea reactorului fiind de 1,85 mld. EUR.
- Reactoarele modulare mici care ar urma sa fie construite in locul fostei centrale termoelectrice de la Doicesti au primit acordul pentru continuarea proiectului in AGOA din 19 iulie 2024, dupa ce in Adunarea Generala din 17 aprilie majoritatea voturilor fusesera de abtinere. Anterior, CNCAN aprobase documentul baza de autorizare pentru centrala la data de 29 septembrie 2023, iar la inceputul lui decembrie s-a trecut de la FEED (Front-End Engineering Design) Phase 1 la FEED Phase 2. Nu exista inca informatii referitoare la costurile proiectului sau calendarul dupa care acesta va fi implementat.
- Pe 8 noiembrie 2023 a fost confirmat ratingul BBB- cu perspectiva stabila din partea Fitch Ratings.
- In AGA anuala din 25 aprilie a fost aprobat un dividend de 3,71601052 lei/actiune, reprezentand 45% din profitul distribuibil si avand un randament de aproape 8% la pretul dinainte de ex-date.
- Pe 17 mai, Unitatea 1 a intrat in programul de oprire planificata care are loc o data la doi ani, resincronizarea avand loc pe 29 iunie, un interval in linie cu cele obisnuite.
- In AGA din 23 ianuarie a fost aprobat si Bugetul de Venituri si Cheltuieli pentru anul curent, modificat ulterior in AGA din 19 iulie. Acesta prevede venituri operationale de 4,32 mld. RON, in scadere cu 42,11% fata de nivelul inregistrat la finalul lui 2023, si profit net de 1,21 mld. RON, in scadere cu 51,79% fata de profitul de anul trecut. Trebuie precizat faptul ca in BVC pe anul 2023 a fost prevazut un profit de 1,56 mld. RON, cu 37,92% mai mic decat cel care a fost inregistrat in cele din urma anul trecut.

Analiza rezultatelor financiare pentru T1 2024

Indicator (RON)	T1 2024	T1 2023	Evolutie T1	2023	2022	Evolutie anuala
Venituri vanzare energie electrica	**1.162.492.777**	**2.093.433.460**	**-44,47%**	**7.424.043.981**	**6.343.639.700**	**17,03%**
Venituri transport energie	10.573.208	7.006.854	**50,90%**	37.404.747	22.902.955	63,32%
Total venituri	**1.173.065.985**	**2.100.440.314**	**-44,15%**	**7.461.448.728**	**6.366.542.655**	**17,20%**
Alte venituri	32.273.097	19.252.979	**67,63%**	125.463.306	167.467.707	-25,08%
Depreciere si amortizare	-164.394.012	-156.159.585	**5,27%**	-631.370.031	-605.405.084	4,29%
Cheltuieli cu personalul	-168.548.927	-139.769.691	**20,59%**	-739.227.444	-555.235.871	33,14%
Cost energie achizitionata	-33.545.034	-2.243.515	**1395,20%**	-121.451.959	-513.740.391	-76,36%
Reparatii si mentenanta	-20.109.792	-14.755.039	**36,29%**	-92.776.164	-86.468.972	7,29%
Cheltuieli transport energie	-10.573.208	-7.006.854	**50,90%**	-37.404.747	-22.902.955	63,32%
Cheltuieli piese de schimb	-4.277.553	-2.625.679	**62,91%**	-22.541.706	-25.907.604	-12,99%
Cost combustibil nuclear	-52.217.461	-44.796.349	**16,57%**	-155.524.489	-151.211.177	2,85%
Contributia la Fondul de Tranzitie Energetica	0	-840.842.238	**-100,00%**	-2.623.619.387	-1.085.014.040	141,81%
Alte cheltuieli exploatare	-148.766.093	-111.520.344	**33,40%**	-681.791.567	-502.116.398	35,78%
Total cheltuieli operationale	**-602.432.080**	**-1.319.719.294**	**-54,35%**	**-5.105.707.494**	**-3.548.002.492**	**43,90%**
Rezultat operational	**602.907.002**	**799.973.999**	**-24,63%**	**2.481.204.540**	**2.986.007.870**	**-16,91%**
Rezultat financiar net	69.647.600	107.730.893	**-35,35%**	378.928.042	206.489.041	83,51%
Profit brut	**672.554.602**	**907.704.892**	**-25,91%**	**2.860.132.582**	**3.192.496.911**	**-10,41%**
Impozit pe profit	-109.284.951	-141.186.889	**-22,60%**	-353.613.750	-428.073.459	-17,39%
Profit net	**563.269.651**	**766.518.003**	**-26,52%**	**2.506.518.832**	**2.764.423.452**	**-9,33%**

Efectul de baza fata de anul trecut s-a resimtit din plin la producatorul de energie electrica, atat pe partea de venituri, cat si pe cea de cheltuieli. Chiar daca nu are decat segmentul de productie a energiei electrice, Nuclearelectrica a avut in final o evolutie a profitului asemanatoare cu cea de la Hidroelectrica.

Veniturile din activitatea principala, vanzarea energiei electrice, au scazut cu 44,47%, de la 2,09 mld. RON la 1,16 mld. RON, acesta fiind rezultatul unei combinatii de factori. Cel mai important dintre acestia a fost evolutia negativa a pretului energiei electrice pe piata libera, pretul mediu la care Nuclearelectrica a reusit sa-si valorifice productia pe aceasta piata fiind cu nu mai putin de 64,69% in T1, de la 999,95 RON/MWh la 353,10 RON/MWh.

Scaderea pretului mediu nu a venit, insa, doar de la situatia de pe piata, ci si de la modificarea structurii vanzarilor. Daca in urma cu un an au existat vanzari de 1,2 TWh prin contracte bilaterale, la un pret mediu de 1.104,04 RON/MWh, mult peste pretul mediu de 615,99 RON/MWh de pe piata pentru ziua urmatoare (PZU) si piata intrazilnica (PI), in acest an acestea au ajuns aproape de zero, iar aproape toate vanzarile de pe piata libera au fost realizate pe cele doua piete pe termen scurt. Pretul mare la care au fost realizate vanzarile prin contracte bilaterale in T1 2023 a fost o reminiscenta a anului 2022, atunci cand energia electrica s-a scumpit foarte mult, contractele fiind incheiate in acele conditii.

Scaderea veniturilor companiei ar fi putut fi chiar mai mare, insa in contextul actual de reglementare cantitatile vandute pe piata libera au scazut cu 42,36%, de la 1,54 TWh la 0,9 TWh, in timp ce vanzarile de pe piata centralizata au crescut cu 52,38%, de la 1,23 TWh la 1,88 TWh, cele din urma fiind realizate la pret fix.

Scaderea de pe partea de venituri a fost acoperita in cea mai mare parte de disparitia cheltuielilor cu contributia la Fondul de Tranzitie Energetica (impozitul pe venitul suplimentar, asa cum apare in rezultatele altor emitenti), acestea ajungand in T1 2023 la nivelul de 840,84 mil. RON.

Celelalte categorii de cheltuieli au avut variatii cu un ordin de marime mult mai mic decat in cazul veniturilor din vanzarea energiei si contributiei la Fondul de Tranzitie Energetica, cele mai mari fiind in cazul costului energiei electrice achizitionate, in crestere cu 31,3 mil. RON, si cheltuielilor cu personalul, in crestere cu 28,78 mil. RON.

Lipsa segmentului de furnizare a facut ca veniturile sa fie mai volatile decat in cazul Hidroelectrica, insa acest lucru a fost valabil si pentru impozitele platite, asa ca in final profitul operational a avut o scadere asemanatoare cu al celuilalt producator mare de energie electrica de la BVB. Acesta a ajuns de la 799,97 mil. RON la 602,91 mil. RON (-24,63%). Rezultatul financiar net nu a mers nici el mai bine, fiind tras in jos de evolutia negativa a ratelor de dobanda si ajungand cu 35,35% mai jos la nivel trimestrial.

In aceste conditii, profitul net al companiei a scazut intr-un ritm asemanator cu al celui operational, de la 766,52 mil. RON la 563,27 mil. RON (-26,52%). Scaderea pretului energiei pe piata libera si reducerea plafonului pentru achizitiile centralizate de la 450 la 400 RON/MWh fac ca perspectivele sa devina unele mai degraba negative pentru acest an, un lucru valabil pentru ambii producatori listati.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	-1,03	-1,33	-1,41	-1,27	-1,27	-1,55
Numerar/Active	21,91%	25,43%	28,65%	39,45%	30,60%	34,46%
Datorii totale/Active	16,75%	14,98%	13,10%	10,66%	10,78%	7,60%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	1.184,97	1.316,14	1.742,10	3.547,26	3.096,32	2.907,49
Lichiditate						
Rata rapida	3,89	3,99	4,49	6,36	4,49	7,52
Rata curenta	4,64	4,72	5,34	7,17	5,48	9,14
Rata numerarului	3,58	3,73	4,16	5,81	3,89	7,17
Efect de levier	0,20	0,18	0,15	0,12	0,12	0,08
Durata incasare creante (zile)	27,23	26,09	22,20	19,70	26,00	27,31
Durata mentinere stocuri (zile)	134,23	142,10	159,49	171,97	195,52	458,04
Durata plata furnizori (zile)	71,05	71,33	75,86	110,26	143,78	289,36
Ciclu conversie numerar (zile)	90,41	96,86	105,83	81,42	77,73	195,99
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	6,07%	7,99%	11,55%	25,59%	20,02%	17,94%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	7,39%	9,48%	13,37%	29,17%	22,47%	19,99%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,27	0,28	0,35	0,60	0,60	0,51
Rata de rotatie capital propriu	0,33	0,33	0,40	0,68	0,67	0,57
Profitabilitate						
Marja operationala	46,88%	48,09%	50,93%	52,01%	40,21%	43,27%
Marja neta	22,52%	28,59%	33,24%	42,86%	33,32%	34,94%

Marja EBITDA	49,84%	53,81%	55,90%	55,72%	41,50%	44,50%
Rata efectiva de impozitare	15,15%	14,24%	13,94%	13,37%	12,54%	12,45%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Volatilitatea rezultatelor financiare nu a dus neaparat si
la o volatilitate a indicatorilor principali, o parte a acestora mergand mai intai intr-o directie in cursul anului trecut, pentru ca apoi sa-si revina partial.

Risc financiar

Raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA a continuat sa scada, la fel cum s-a intamplat si cu cel intre datoriile totale si active. Acestea erau oricum in zone confortabile, rezervele de numerar fiind momentan pastrate pentru a cofinanta proiectele de investitii ambitioase programate pentru anii urmatori.

Lichiditate

Si in cazul indicatorilor de lichiditate rezervele de numerar au dus la o imbunatatire in perioada analizata, acestia fiind deja, la randul lor, cu mult peste nivelul pe care il putem considera confortabil pentru o afacere.

Rentabilitate si profitabilitate

Indicatorii de rentabilitate si cei de profitabilitate erau la finalul T1 2023 mai sus decat sunt in prezent, insa au scazut in urmatoarele trei trimestre, asa ca daca ne raportam la finalul lui 2023, o parte dintre ei (cei de profitabilitate, mai exact) sunt de fapt mai sus in momentul de fata.

Eficienta operationala

Ratele de rotatie ale activelor si capitalului propriu au scazut atat fata de acelasi moment al anului trecut, cat si fata de finalul lui 2023. Totusi, ele sunt in continuare la un nivel mult superior celui inregistrat pana in 2021 inclusiv, pretul mediu de vanzare al energiei electrice fiind si acum deasupra celui din perioada respectiva.

Evolutia dividendelor

Dividendul aprobat din profitul pe anul 2023 a avut un randament inferior celui din anul anterior, dar peste cele din 2021 si 2022. Rata de distributie a fost apropiata de cea din 2023 si in linie cu estimarile noastre anterioare.

Anul distributiei de dividend	Dividend brut	Rata de distributie	Randament brut
2015	0,3000	66%	4,06%
2016	0,3300	66%	6,24%
2017	0,3648	101%	4,86%
2017	0,3300	92%	4,71%
2018	1,6100	160%	17,50%
2018	0,9000	90%	10,58%
2019	1,2567	97%	10,51%
2020	1,6531	93%	10,27%
2021	1,5651	68%	5,61%
2022	1,9756	59%	4,71%
2023	4,2541	47%	9,10%
2024	3,7160	45%	7,61%

Sursa: Prime Analyzer

Evaluare

Comparatie multipli de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales	Medie	Medie ajustata
Nuclearelectrica	6,26	1,18	2,21	3,40	1,52		
Mediana Regulated Electric	7,93	0,90	0,85	5,26	1,00		
Pret cu mediana Regulated Electric	56,3714	33,9407	17,1154	68,8441	29,2763	**41,1096**	**41,1096**
Mediana Utilities-Diversified	13,03	1,44	0,80	7,91	1,29		
Pret cu mediana Utilities-Diversified	92,6254	54,3051	16,1086	103,5279	37,7664	**60,8667**	**61,5656**
Mediana Utilities-Renewable	19,92	1,93	2,88	13,47	3,94		
Pret cu mediana Utilities-Renewable	141,6038	72,7839	57,9910	176,2985	115,3487	**112,8052**	**122,8105**
Mediana Independent Power Producers	13,23	1,60	1,10	6,69	1,56		
Pret cu mediana Independent Power Producers	94,0471	60,3390	22,1493	87,5603	45,6711	**61,9534**	**61,9534**

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Rezultatele acestei metode de evaluare au scazut pentru 3
dintre cele 4 sub-sectoare luate in calcul, singurul pentru care pretul rezultat a fost mai mare fiind Regulated Electric. Diferentele vin atat de la multiplii mai mari la care se tranzactioneaza in prezent actiunile Nuclearelectrica, cat si de la scaderea celor mai multe dintre medianele multiplilor in cazul celor 3 sub-sectoare.

Dat fiind modelul de business bazat pe productia de energie dintr-o singura sursa, compania nu se incadreaza in niciunul dintre aceste sub-sectoare si nici nu exista un numar rezonabil de emitenti similari cu care ar putea fi comparata, asa ca rezultatele obtinute prin metoda comparatiei multiplilor de piata nu sunt incluse in valoarea intrinseca finala estimata.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Venituri totale	**4.627,88**	**5.381,25**	**5.811,75**	**2.949,46**	**2.993,71**	**6.077,22**
Evolutie	*-37,98%*	*16,28%*	*8,00%*	*-49,25%*	*1,50%*	*103,00%*
Cheltuieli operationale	-2.879,38	-4.192,25	-4.475,75	-3.129,59	-2.625,12	-3.396,53
Evolutie	*-43,60%*	*45,60%*	*6,76%*	*-30,08%*	*-16,12%*	*29,39%*
Profit operational	**1.748,50**	**1.189,00**	**1.336,00**	**-180,12**	**368,58**	**2.680,69**
Evolutie	*-29,53%*	*-32,00%*	*12,36%*	*-113,48%*	*-304,63%*	*627,29%*
Marja operationala	38,73%	22,65%	23,56%	-6,26%	12,62%	45,21%
Rezultat financiar net	180	100	70	-420	-405	-390
Evolutie	*-52,50%*	*-44,44%*	*-30,00%*	*-700,00%*	*-3,57%*	*-3,70%*
Profit net	**1.619,94**	**1.082,76**	**1.181,04**	**-504,10**	**-30,59**	**1.924,18**
Evolutie	*-35,37%*	*-33,16%*	*9,08%*	*-142,68%*	*-93,93%*	*-6390,45%*
Marja neta	35,88%	20,62%	20,83%	-17,52%	-1,05%	32,45%

Sursa: estimari Prime Transaction

Si de data aceasta am folosit acelasi mod de calcul ca in materialele anterioare, compania fiind evaluata ca un proiect, cu o durata de viata limitata, si nu ca un business care sa functioneze in perpetuitate. Atragem atentia ca nu e vorba de o estimare propriu-zisa a rezultatelor financiare, ci de un scenariu pe care il consideram plauzibil pentru viitor.

Mai jos sunt principalele diferente fata de ipotezele anterioare:

- Am redus din nou estimarile pentru pretul mediu de vanzare din 2024, 2025 si 2026, tinand cont de contextul de piata actual si de modificarile la schema de achizitie centralizata a energiei.
- O parte dintre estimarile pentru anul curent au fost ajustate pentru a lua in considerare Bugetul de Venituri si Cheltuieli rectificat, insa consideram ca acesta este unul pesimist si ne asteptam sa fie depasit.
- Costul mediu ponderat al capitalului a scazut de la 13,42% la 11,90%, in principal ca urmare a revenirii in jos a indicatorului Beta, dar si datorita evolutiei pietei monetare.
- Atragem atentia asupra faptului ca in prezent sunt in lucru la nivelul companiei modificari in ceea ce priveste costul estimat al retehnologizarii Unitatii 1, iar in viitor e de asteptat sa se intample acelasi lucru si pentru costul estimat al retehnologizarii Unitatii 2 si cel al constructiei Unitatilor 3 si 4. Pentru moment am preferat sa nu realizam o ajustare a estimarilor anterioare si sa o asteptam pe cea oficiala, care e de asteptat sa indice o crestere importanta a costurilor, ceea ce va duce in mod normal si la un rezultat mai mic al evaluarii. De asemenea, timeline-ul estimat a ramas acelasi pe care il comunicase in trecut compania, insa e posibil ca el sa fie decalat.

De asemenea, raman valabile celelalte ipoteze:

- Sunt incluse in calcule toate investitiile pe care compania le are in vedere in acest moment, precum si pe cele care ar fi rational sa apara ulterior ca efect al finalizarii acestora. Astfel, am luat in considerare extinderea productiei Unitatii 1 pana la sfarsitul anului 2026 in aceleasi conditii ca si pana acum, o perioada de 2 ani (2027-2028) pentru retehnologizarea reactorului si o durata de viata ulterioara de 30 de ani. Suma inclusa in calcule a fost cea comunicata de companie, 1,85 mld. EUR, la cursul de 5 RON/EUR, apropiat de cel din prezent. De asemenea, am luat in calcul retehnologizarea ulterioara a Unitatii 2 in aceleasi conditii, dupa 30 de ani de functionare initiala, cu 2 ani de pauza si 30 de ani de functionare ulterioara, la acelasi pret ca si pentru Unitatea 1. Nu am inclus in calcul reactoarele modularele mici pentru care a fost semnat deja un memorandum cu americanii de la NuScale, neavand suficiente informatii, insa acest proiect ar putea creste in mod substantial potentialul de profit al companiei pe termen lung.
- Unitatile 3 si 4 am considerat ca vor fi puse in functiune in 2030 si 2034, avand costuri totale de constructie de 7,2 mld. EUR, aproape de nivelul comunicat de companie (o varianta optimista in contextul inflationist actual, insa momentan nu exista informatii mai noi care sa ne directioneze spre alta cifra). Si in cazul lor am luat in calcul retehnologizarea dupa primii 30 de ani de functionare, in aceleasi conditii ca si pentru primele doua.
- Productia de energie electrica estimata este una constanta, de 5,25 mil. MWh pe an pentru fiecare reactor.
- Cheltuielile cu deprecierea si amortizarea au fost estimate in functie de investitiile care urmeaza sa fie puse in functiune, cu perioade de amortizare de cate 30 de ani pentru fiecare reactor.
- Celelalte cheltuieli operationale au fost raportate la veniturile din activitatea principala. Pe termen scurt, ele au o variatie mai mica decat veniturile, insa in timp toate sunt determinate de volumul de activitate.
- Impozitul pe veniturile suplimentare luat in calcul pana in anul 2026 inclusiv. O eventuala pastrare a acestuia in viitor ar duce valoarea companiei mai jos, chiar pana aproape de zero in cazul extrem in care ar fi mentinut pe toata durata de functionare a centralei de la Cernavoda.

- Modelul se intinde pana in anul 2096, atunci cand ar urma sa fie inchisa Unitatea 4, la finalul celor doua perioade de functionare de cate 30 de ani. Nu am luat in calcul nicio valoare terminala, nefiind cazul.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT*(1-T)	**1.468,74**	**998,76**	**1.122,24**	**-151,30**	**309,61**
+ Amortizare	650,00	650,00	650,00	325,00	325,00
- Variatie capital de lucru	521,72	573,89	-1.493,30	-2.373,60	36,69
- Cheltuieli de capital	1.500,00	1.000,00	550,00	9.350,00	360,00
FCFF	**56,60**	**74,87**	**2.715,54**	**-6.802,70**	**237,92**
WACC	**11,90%**				
Factor actualizare	1,0496	1,1744	1,3142	1,4705	1,6454
FCFF actualizat	40,44	63,75	2.066,38	-4.626,12	144,60
Enterprise Value	14.069,47				
+ Numerar	4.467,43				
- Datorii	96,51				
Equity Value	18.440,38				
Numar actiuni	301.643.894				
Valoare estimata pe actiune	**61,1330**				

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

- Capital de lucru conectat la volumul de activitate.
- Cheltuieli de capital aferente proiectelor de investitii detaliate mai sus, la care se adauga un nivel mai mic pentru activitatile curente.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	**16,79%**
➢ Rata fara risc	7,01%
➢ Prima de risc a pietei	11,51%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	18,52%
○ Rata fara risc	7,01%
➢ Beta (2 ani)	0,85
Costul datoriilor	**7,00%**
Pondere capital propriu	50%
Pondere datorii	50%
WACC	**11,90%**

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 11,90%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 16,79%, influentat la randul sau de:
    - Rata fara risc de 7,01%, egala cu media pe ultimii 2 ani a randamentului titlurilor de stat romanesti la 5 ani.
    - Prima de risc a pietei de 11,51%, calculata ca diferenta intre media pe ultimii 2 ani a randamentului mediu anual pe 5 ani al indicelui BET-TR si rata fara risc.
    - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,85, calculat pentru ultimii 2 ani.

- Costul datoriilor de 7%, in scadere fata de cel din materialul anterior.
- Pondere egala a datoriilor si capitalului propriu, cate 50% fiecare, determinata de asteptarile ca investitiile in noile reactoare si in retehnologizarea celor existente sa fie finantate prin credite.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 61,1330 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 28,57% mai mare decat pretul de inchidere din data de 19 iulie si cu 15,50% mai mica decat cea rezultata in materialul anterior. Scaderea comparativ cu materialul anterior are si de data aceasta ca motiv principal ajustarea estimarilor privind pretul energiei electrice, ca urmare a evolutiei pietei in perioada analizata.

Neavand o valoare rezultata din evaluarea pe baza multiplilor de piata, aceasta este si valoarea intrinseca finala estimata. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus.

Trebuie avut in vedere faptul ca inca nu am inclus in calcule modificarea foarte probabila a costurilor cu retehnologizarea celor doua reactoare operate in prezent si a celor cu constructia celorlalte doua, ceea ce face ca evaluarea actuala sa fie una usor optimista.

De asemenea, sunt de luat in considerare si celelalte elemente de risc specifice emitentului, tinand in principal de pretul de vanzare plafonat, de perioada de aplicare a impozitul pe veniturile suplimentare si de dependenta fata de Stat pentru a finaliza obiectivele investitionale pe care compania si le-a propus.

Marius Pandele

Primesti informatie optimizata si relevanta pentru tine! Cum?

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 sau ar putea contine 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