



Departamentul Analiza SSIF Prime Transaction SA  
 (+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

## Raport de analiza Nuclearelectrica – initiere acoperire

### Sumar:

- Nuclearelectrica este singurul producator de energie nucleara din Romania, fiind rezultatul impartirii producatorilor de Stat in functie de sursa de productie.
- Detine circa 20% din piata de energie locala, fiind de departe cel mai eficient producator, cu un factor de capacitate de circa 90%.
- Eliminarea pietei reglementate a ajutat la imbunatatirea rezultatelor financiare, pretul de pe piata libera fiind considerabil mai mare.
- Planurile de investitii sunt unele extrem de ambitioase, compania propunandu-si sa investeasca sume mai mari decat propria valoare de piata in retehnologizarea Unitatii 1 a centralei de la Cernavoda si in constructia Unitatilor 3 si 4. Realizarea acestor planuri (sau nerealizarea lor), impreuna cu retehnologizarea ulterioara a Unitatilor 2, 3 si 4 vor defini viitorul Nuclearelectrica.
- Evaluarea a fost realizata printr-o singura metoda, DCF, comparatia pe baza multiplilor fiind foarte greu de aplicat din cauza lipsei emitentilor similari.
- Estimarea valorii intrinseci trebuie pusa in contextul ipotezelor enumerate, putand fi influentata atat in mod pozitiv, cat si in mod negativ de unele dintre acestea.

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.

Valoare intrinseca  
 estimata (lei/actiune)

**41,4600**

Departamentul Analiza  
 +4021.321.40.90  
[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

### Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 28.01.2022	45,7000
Capitalizare	13.785.125.955,80
Variatie pret YTD	-2,77%
➤ Relativ la BET	-3,05%
Variatie pret 1 luna	-1,51%
Variatie pret 12 luni*	139,09%
➤ Relativ la BET*	+88,13%
Maxim 52 saptamani*	48,0000
Minim 52 saptamani*	20,5000
Valoare medie tranzactii 60 zile	2.708.909,23 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

## Prezentarea companiei

Nuclearelectrica a fost infiintata in anul 1998, fiind desprinsa din fostul RENEL. Ulterior, o parte din actiuni au fost transferate catre Fondul Proprietatea la infiintarea acestuia, iar in urma listarii la Bursa din 2013 Statul a ramas cu 82,5% din actiuni, pe care le detine si in prezent.

Centrala nucleara de la Cernavoda, activul principal al companiei, are o istorie mai indelungata, proiectul ei fiind lansat in anul 1976, iar constructia structurii inceputa in

1982. Caderea comunismului a prins centrala in faza de

constructie, primul reactor fiind dat in folosinta in anul 1996, iar al doilea in 2007. Din cele 5 reactoare proiectate initial, al 3-lea si al 4-lea au structurile construite partial si se afla in conservare, iar al 5-lea a fost abandonat definitiv.

Momentul in care a aparut proiectul centralei nucleare, intr-o perioada in care dictatorul Ceausescu incerca o apropiere de Occident, fara sa fie insa rupt de URSS, a facut ca solutia tehnica aleasa sa fie una mai putin folosita in lume, CANDU-6 (Canada Deuterium Uranium). Evitarea utilizarii de tehnologie sovietica ne-a ferit, cel mai probabil, de problemele pe care le-au avut vecinii bulgari la Kozlodui, existand si acum controverse in privinta sigurantei centralei de la sud de Dunare. Pe de alta parte, faptul ca a fost evitata si tehnologia americana a facut ca tot proiectul sa se desfasoare mai greu, iar Unitatile 3 si 4 au fost amanate de mai multe ori pana acum.

Tehnologia canadiana are insa si cateva avantaje, unul dintre ele fiind posibilitatea de a utiliza

Published on TradingView.com, January 29, 2022 10:29:00 EET  
BVB:BNL, D O:45,7000 H:46,3000 L:45,7000 C:45,7000



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	5,05%
BET-XT	4,99%
BET-NG	17,61%
BET-BK	4,39%
BET Plus	4,81%
ROTX	7,35%
BET-TR	5,05%
BET-XT-TR	4,99%

Prezentare companie	
Adresa	Strada Polona, nr. 65, Bucuresti
Web	<a href="http://www.nuclearelectrica.ro">www.nuclearelectrica.ro</a>
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
Indice VEKTOR	10,00

Actionar	Numar actiuni	Procent
<b>Actionar majoritar</b>	<b>248.850.476</b>	<b>82,50%</b>
Statul Roman prin Ministerul Energiei	21.557.520	16,39%
<b>Institutionali, dintre care:</b>	<b>18.230.663</b>	<b>6,04%</b>
Fondul Proprietatea	15.043.266	4,99%
NN Pensii	12.450.000	4,13%
Aegon Vital Pensii	4.610.849	1,53%
Metropolitan Life Pensii	4.552.939	1,51%
Generali Pensii	2.813.201	0,93%
NN Investment Partners	1.652.351	0,55%
The Vanguard Group	1.457.657	0,48%
Evergent Investments	1.187.668	0,39%
<b>Free float total</b>	<b>52.793.418</b>	<b>17,50%</b>

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

mai multe tipuri de combustibil nuclear, spre deosebire de centralele clasice, care folosesc doar uraniu imbogatit.

Modul de functionare are si cateva avantaje legate de securitate, date tocmai de caracteristicile combustibilului folosit si de tipul de racire, bazat pe apa grea. De asemenea, in lipsa costurilor pentru imbogatirea uraniului, costul total cu combustibilul este mai mic decat la centralele clasice, insa constructia propriu-zisa trebuie sa fie mai mare, ducand mai sus investitia initiala.

### Conducerea executiva a companiei

Nume	Functie
Oana Andrusca	Secretary to the Board
Laura Constantin	Legal & Corporate Affairs Director
Romeo Urjan	Head of Technical & Refurbishment Department
Valentina Dinu	Head of Communication & Investor Relations Department
Dan Laurentiu Tudor	Deputy CEO
Paul Ichim	CFO
Cosmin Ghita	CEO

Sursa: EquityRT

Una dintre particularitatile procesului de productie a energiei electrice din surse nucleare este ca nu depinde de factori externi, prin urmare nu fluctueaza in mod semnificativ de la un an la altul. Acesta este de obicei un avantaj, inasa se poate transforma si intr-un dezavantaj atunci cand cererea de pe piata scade, neputand fi reglate in niciun fel costurile. O alta particularitate este lipsa emisiilor de dioxid de carbon, specifice productiei din surse precum gazele naturale sau carbunele. Impreuna, predictibilitatea si impactul redus asupra mediului fac din energia nucleara un element important al strategiei energetice a Romaniei pe termen mediu si lung, cu un efect pozitiv si pentru investitorii care detin actiuni SNN.

La capitolul minusuri, riscurile pe care le presupune operarea unei facilitati nucleare, scoase in evidenta de dezastrul nuclear de la Fukushima, din 2011, au facut ca mai multe tari sa planifice renuntarea partiala sau completa la energia nucleara, cel mai important caz fiind cel al Germaniei. E posibil ca in viitor sa apara o astfel de tendinta si in randul investitorilor institutionali, mai ales pe masura ce vor fi disponibile mai multe surse de energie verde, cum ar fi centralele eoliene sau cele solare. In aceste conditii energia nucleara ar putea fi marginalizata la nivel international, cu efecte asupra profitabilitatii si pretului actiunilor.

Un alt aspect negativ este dat de investitiile masive necesare pentru operationalizarea unui reactor nuclear, mai ales in conditiile in care durata sa de viata este limitata. Doar retehnologizarea Unitatii 1 a centralei nucleare de la Cernavoda are costuri totale estimate la circa 7 mld. RON, in conditiile in care capitalizarea totala a companiei este de doar 6 mld. RON, si asta dupa o crestere fulminanta a pretului actiunii in ultimii ani. Potrivit estimarilor companiei, costurile de retehnologizare sunt la circa 40% din cele necesare pentru construirea unui reactor nou, ceea ce inseamna ca pentru a construi o noua Nuclearelectrica actionarii ar trebui sa aduca de acasa cam 35 mld. RON, de aproape 6 ori mai mult decat valoarea de piata actuala.

Planurile de viitor ale Nuclearelectrica sunt unele foarte ambitioase, ele incluzand retehnologizarea Unitatilor 1 si 2, ceea ce ar putea aduce o durata de viata de inca 30 de ani, similara celei proiectate la constructia lor, dar si construirea Unitatilor 3 si 4, pentru care a aparut o sursa neasteptata de finantare, dupa semnarea in octombrie 2020 a unui acord interguvernamental intre Romania si SUA. Inca nu exista informatii detaliate legate de acest proiect, inasa, din cate se pare, planul s-a mutat de la infiintarea unei entitati separate in care Nuclearelectrica era actionar minoritar la contractarea de credite direct de catre companie si dezvoltarea unitatilor pe cont propriu, ceea ce schimba datele problemei. Daca Unitatile 1 si 2 vor fi

re tehnologizate, iar Unitatile 3 si 4 construite si apoi re tehnologizate la randul lor, ultimul dintre cele 4 reactoare de la Cernavoda ar fi inchis in anul 2096, la exact 100 de ani de la inaugurarea centralei.

Un proiect suplimentar este cel al centralelor nucleare de mici dimensiuni de provenienta americana, prima putand fi lansata chiar din 2028. Pentru ele nu exista insa, momentan, informatii suficiente, asa ca nu vor fi incluse in calcule in acest material.

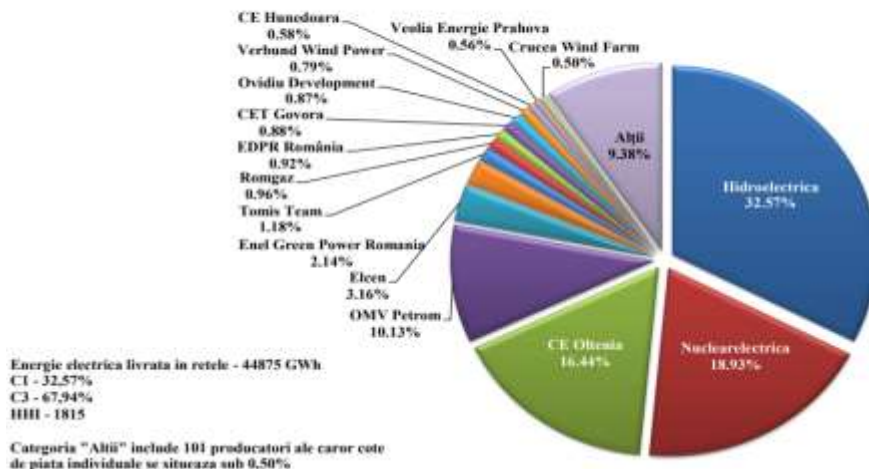
### Pozitia pe piata si structura veniturilor

Asa cum am spus si mai sus, prin natura lucrurilor productia Nuclearelectrica este una foarte stabila, ea nedepinzand de factori externi cum ar fi conditiile meteorologice. Cota de piata este si ea una destul de stabila, fiind dependenta mai mult de productia concurentilor de pe piata decat de cea a SNN. Asa cum se poate vedea si in primul grafic alaturat, cota de piata a companiei (in termeni cantitativi, nu valorici) este in general putin sub 20%, fiind al doilea producator din Romania dupa Hidroelectrica si nu cu mult in fata C.E. Oltenia.

Pe parcursul anului cifrele fluctueaza, producatorii din surse regenerabile precum hidro, eolian si solar avand productii sezoniere, cu o alternanta intre perioadele in care produc mai mult decat e nevoie si perioade in care ajung aproape de zero. In al doilea grafic, aferent lunii octombrie, vedem niste cifre diferite, cu producatorii din surse regenerabile mai jos decat in restul anului si cu ceilalti mai sus, printre ei si Nuclearelectrica.

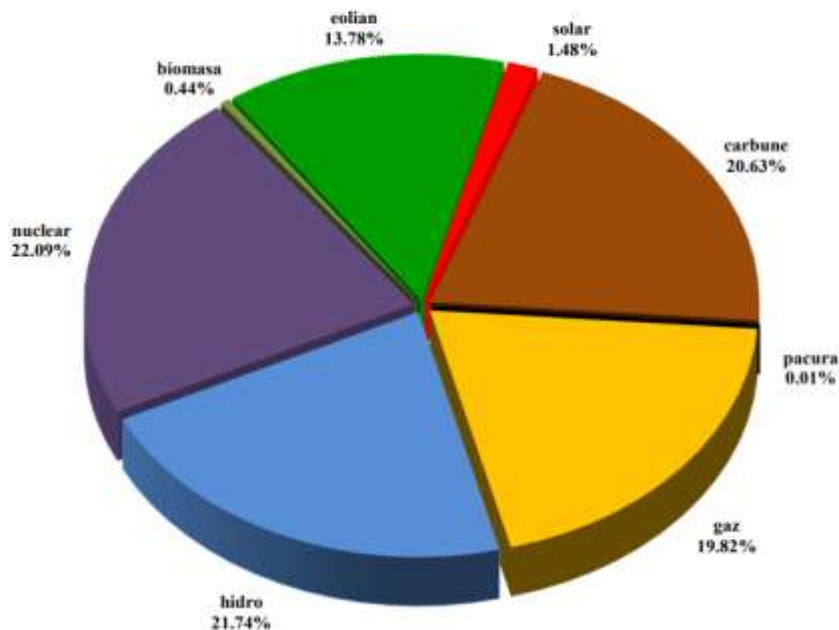
Acest dezechilibru are la origine impartirea producatorilor pe surse de productie, o situatie oarecum irationala, complet opusa celei din majoritatea tarilor europene. Desi majoritatea au acelasi proprietar, Statul, concureaza intre ele si ajung sa se calce pe picioare in mod inutil. Dimpotriva, tendinta generala a producatorilor

Cotele de piata ale producatorilor cu unitati dispecerizabile in functie de energia livrata in retele Ianuarie-Octombrie 2021



Sursa: ANRE

Structura pe tipuri de resurse a energiei electrice livrate in retele de producatorii cu unitati dispecerizabile - Octombrie 2021-



de energie din Europa, si nu numai, este de a diversifica productia pentru a ajunge la un echilibru in interiorul fiecarei companii. In Romania, pe de alta parte, e nevoie de un sistem complicat de echilibrare prin care sa fie mentinuta siguranta functionarii sistemului, cu costurile suplimentare care deriva de aici.

Daca vor fi construite Unitatile 3 si 4 ale centralei de la Cernavoda, Nuclearelectrica va ajunge la o productie dubla de energie electrica, iar daca se adauga si minireactoarele americane ar putea urca chiar spre 50% din productia nationala de energie. Asta nu inseamna neaparat ca si cota de piata va creste in acelasi ritm, pentru ca va fi nevoie sa existe si cerere, interna sau externa, pentru toata energia produsa. O posibilitate este scoaterea completa din circuit a productiei pe carbune, care ar reduce considerabil poluarea si ar lasa loc pentru vanzarea integrala pe piata interna a productiei de energie nucleara.

In graficele alaturate putem observa o situatie foarte interesanta. Daca in ceea ce priveste puterea instalata energia nucleara este la doar 7% din totalul disponibil in Romania, productia acopera aproape 20% din total, uneori chiar mai mult. Este singura sursa de energie dintre cele 4 pentru care e valabil acest lucru, pentru celelalte cota de piata pentru productie fiind cel mult egala cu cea pentru puterea instalata, iar in cazul energiei verzi mult mai mica. Asta inseamna ca energia nucleara este mult mai eficienta decat celelalte, fiind singura pentru care productia chiar se apropie de puterea instalata.

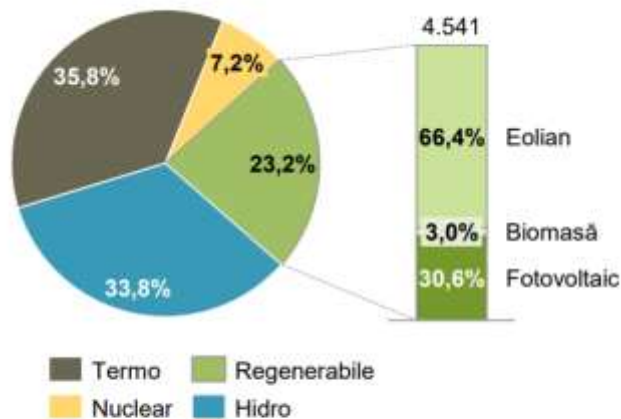
Per total, puterea instalata este cam de 3 ori mai mare decat cea furnizata efectiv in sistem, aici fiind vorba partial de ineficienta producatorilor care au "timpuri morti" in cursul anului si partial de flexibilitatea producatorilor pe carbune si gaz, care pot opri si reporni productia in functie de conditiile din piata.

## Structura veniturilor

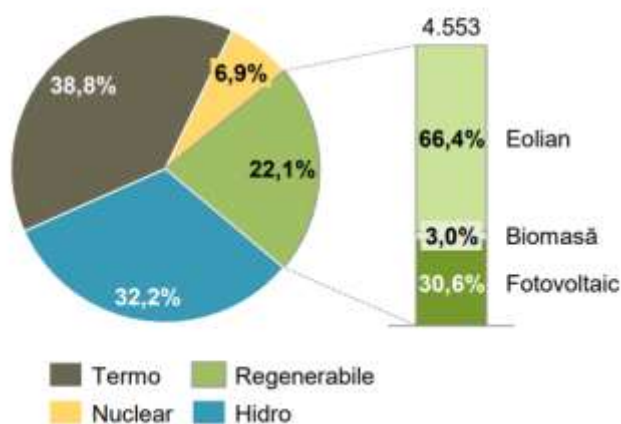
Daca in urma cu cativa ani rezultatele SNN erau influentate puternic de ponderea vanzarilor de pe piata reglementata, dupa liberalizarea completa a pietei lucrrurile s-au schimbat. Cel putin pentru moment, daca luam in calcul declaratiile unor politicieni din zona guvernamentala care si-ar dori o revenire la piata reglementata, pentru a contracara in mod artificial cresterile de pret din domeniu.

Asa cum se poate vedea in primul grafic de mai jos, ponderea pietei reglementate in venituri s-a micșorat considerabil in ultimii doi ani, iar de la inceputul anului 2021 a disparut complet. In acelasi timp, veniturile in sine au crescut constant,

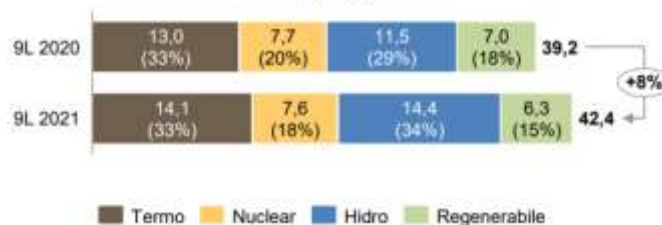
Putere instalată 9L 2021 (19.599 MW. valoare brută)



Putere instalată 9L 2020 (20.608 MW. valoare brută)



Mix producție energie electrică netă (TWh)



Sursa: Transelectrica

ajungand la un maxim trimestrial in T3 2021 si probabil la un nivel si mai mare in T4 2021, pentru care nu au fost publicate inca rezultatele financiare.

Desi la prima vedere nu se observa clar pe grafic aceasta crestere, putand parea ca avem de a face cu o alternanta intre cresteri si scaderi, luand separat fiecare trimestru lucrurile sunt mai evidente, avand in vedere ca piata de energie electrica este una cu variatii sezoniere importante.

In conditiile in care productia Nuclearelectrica este una relativ constanta, e clar ca vorbim de o crestere bazata in principal pe pret.

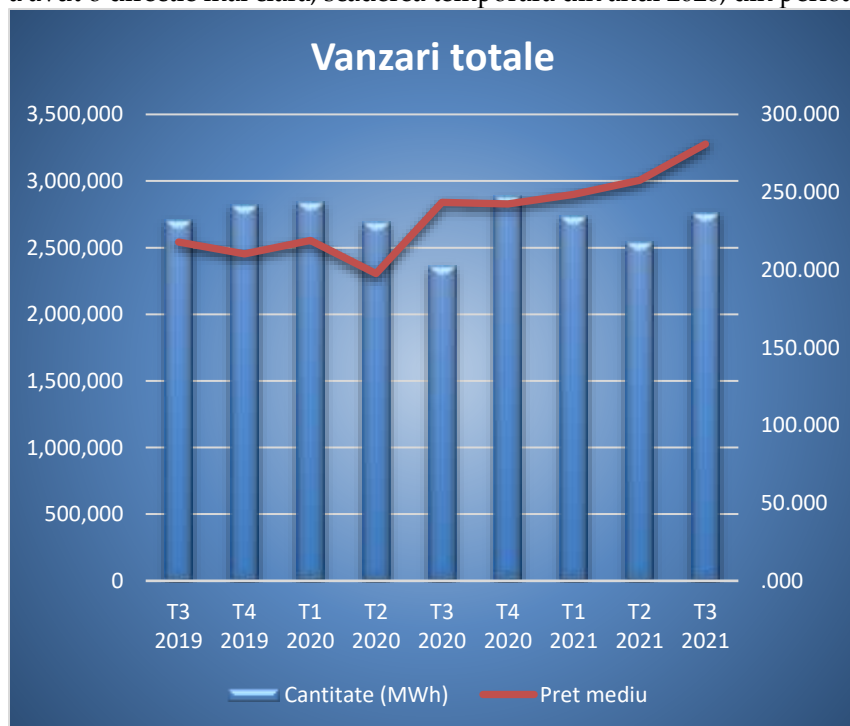
Aceasta presupunere este validata de urmatoarele grafice, in care sunt prezentate

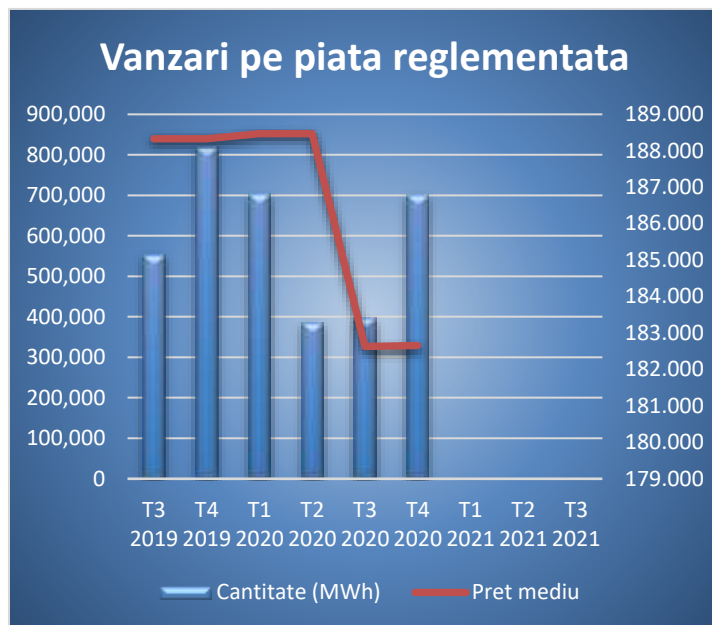
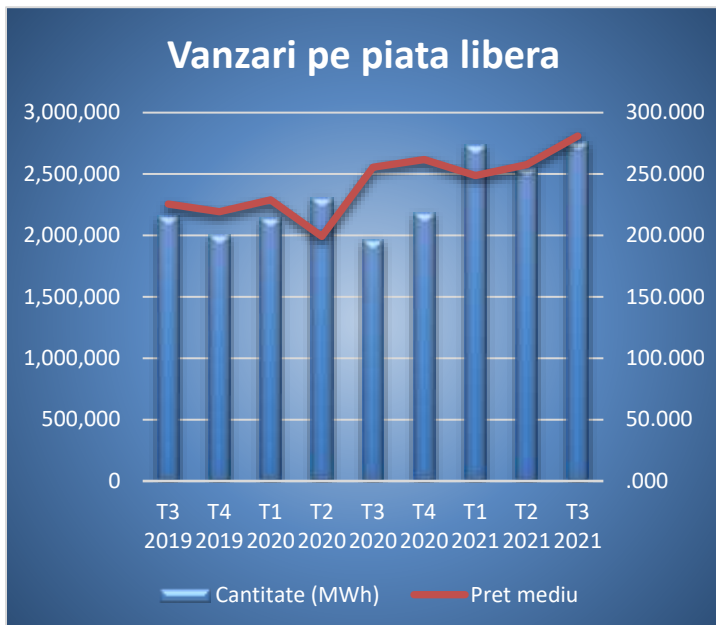
evolutiile cantitatilor vandute si pretului mediu de vanzare pe intreaga productie vanduta, apoi defalcat pe fiecare dintre cele doua categorii, piata libera si piata reglementata.

Cantitatile totale vandute au avut o evolutie sinuoasa, cu cresteri si scaderi determinate in principal de perioadele in care unul dintre reactoare a fost in perioada de revizie, dar si de contextul din piata de energie, existand situatii in care cererea este mai mare decat productia, iar compania trebuie sa cumpere diferenta de la terti, dar si opusul. Pretul, pe de alta parte, a avut o directie mai clara, scaderea temporara din anul 2020, din perioada de inceput a pandemiei COVID, fiind recuperata

rapid, iar apoi evolutia fiind una destul de abrupta in sus.

Avand in vedere ponderea tot mai mica a pietei reglementate, graficul vanzarilor pe piata libera este destul de apropiat de cel al vanzarilor totale, cu diferenta ca volumele de energie vandute au o crestere ceva mai mare, pe masura ce au inglobat si vanzarile initiale de pe piata reglementata. Cele doua grafice sunt utile mai ales pentru a observa diferenta dintre pretul mediu de vanzare obtinut pe piata si cel stabilit in mod artificial de Stat. In T4 2020, ultimul trimestru cu vanzari semnificative pe piata reglementata, pretul de pe piata libera era peste 250 RON/MWh, in timp ce pe piata reglementata tocmai coborase de la 188 la 182 RON/MWh.





## Analiza SWOT

### PUNCTE TARI (+)

- Productie predictibila
- Cel mai mare raport intre productia efectiva si puterea instalata de pe piata
- Produce energie nepoluanta
- Marja mare de profit
- Tehnologie cu grad de siguranta peste medie

### PUNCTE SLABE (-)

- Lipsa flexibilitatii in perioadele mai slabe
- Este expusa imixtiunilor politice
- Dependenta de sursele externe de finantare

## OPORTUNITATI (+)

- Poate profita de renuntarea la sursele poluante de energie
- Electrificarea industriei auto va creste considerabil cererea
- Constructia reactoarelor 3 si 4 poate transforma Romania in exportator net
- Minireactoarele americane ii pot oferi acces in avans la o tehnologie inovatoare

## AMENINTARI (-)

- Teama de accidente tinde sa marginalizeze productia de energie nucleara in UE
- Exista mereu pericolul plafonarii artificiale a preturilor
- Vulnerabilitate la aparitia unor tehnologii noi nepoluante
- Proiectele investitionale pot fi intarziate sau blocate complet din cauze independente de SNN

### Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor

Momentan, nivelul investitiilor producatorului de energie este unul redus, rezultatele TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) la 30 septembrie 2021 consemnand cheltuieli de capital totale de 11,7% din cifra de afaceri, un maxim al ultimilor ani. Anterior, intre anii 2016 si 2020 procentul s-a situat intre 6,7% si 10,6%.

Pentru anii urmasi e de asteptat ca situatia sa se schimbe in mod radical, primul proiect major de investitii fiind retehnologizarea Unitatii 1, programata sa aiba loc intre decembrie 2026 si decembrie 2028. Ultima cifra avansata de conducerea companiei pentru acest proiect este de 1,85 mld. EUR, aceasta fiind de altfel si suma inclusa in convocatorul AGA pentru 23/24 februarie, atunci cand actionarii vor lua decizia oficiala in privinta proiectului de retehnologizare.

Trebuie avute in vedere cateva detalii importante in legatura cu acest proiect. In primul rand, perioada de 2 ani estimata este varianta minima, existand si posibilitatea ca lucrarile de retehnologizare sa dureze de fapt mai mult. In aceasta situatie s-ar lungi perioada in care veniturile companiei ar fi afectate in mod semnificativ de lipsa a jumatate din capacitatea de productie. In al doilea rand, decembrie 2026 este momentul cel mai indepartat in care reactorul poate fi oprit pentru retehnologizare. Proiectul initial al reactorului prevedea utilizarea sa pentru 210.000 de ore de functionare, insa factorul de utilizare peste cel estimat initial face ca cele 210.000 de ore sa fie atinse la finalul anului 2023, dupa 26 de ani si jumatate, si nu 30. Din datele existente pana in acest moment e de asteptat ca durata de functionare sa fie extinsa pana la 220.000-230.000 de ore, atingandu-se in acest fel pragul de 30 de ani care ar fi atins in 2026. Pentru asta va fi nevoie, insa, de studii si analize suplimentare,



nefiind clar in acest moment cand vom afla concluzia acestora. Nu in ultimul rand, trebuie avuta in vedere si posibilitatea ca suma de 1,85 mld. EUR sa fie una optimista, iar costurile sa se dovedeasca a fi mai mari.

Urmatorul proiect investitional major este unul chiar mai mare, constructia Unitatilor 3 si 4, directorul general al Nuclearelectrica afirmant recent ca se asteapta ca la inceputul urmatoarei decade sa fie pusa in functiune prima dintre ele. Costurile sunt mai putin clare decat cele pentru retehnologizarea Unitatii 1, initial fiind avansata suma de 7 mld. EUR, pe baza acordului semnat intre Romania si SUA, iar mai recent aparand estimari si de 9 mld. EUR. Nu este clar nici cat de defazate vor fi intre ele cele doua unitati. E greu de crezut ca vor fi puse in functiune simultan, dar nu ar fi de asteptat nici sa vedem o diferenta de 11 ani, cum a fost cazul cu primele doua.

Minireactoarele aparute in discutie dupa 2020 ar putea fi la randul lor o directie importanta de investitii pentru SNN, insa in acest moment informatiile sunt foarte putine. Nu numai cele financiare, ci si cele tehnologice, pentru ca deocamdata acest tip de reactor este in teste, nefiind in functiune nicaieri in lume.

### Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	9L 2021
Portiune curenta imprumuturi pe termen lung	220.929.527	205.655.302	203.393.860	212.891.292	211.995.082	221.430.224
Portiune curenta leasing	0	0	0	0	117.721	274.409
Imprumuturi pe termen lung	1.087.961.815	894.848.799	683.967.469	499.908.597	290.478.567	153.331.762
Leasing termen lung	0	0	0	0	515.074	961.082
<b>Total datorii financiare</b>	<b>1.308.891.342</b>	<b>1.100.504.101</b>	<b>887.361.329</b>	<b>712.799.889</b>	<b>503.106.444</b>	<b>375.997.477</b>
Procent din activele totale	14,02%	11,90%	10,01%	8,09%	5,69%	4,27%
Procent din capitalul propriu	17,71%	14,70%	12,36%	9,72%	6,69%	4,89%
Datorii financiare/EBITDA	1,29	0,85	0,60	0,43	0,29	0,19
Datorii financiare nete	-150.772.155	-613.329.978	-723.814.437	-1.080.345.500	-43.459.396	-338.345.619

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Datoriile financiare ale Nuclearelectrica sunt, la fel ca si investitiile, la un nivel redus in prezent. Intre 2016 si 2021 ponderea lor in activele totale a scazut constant, de la 14,02% pana la doar 4,27%, pe masura ce investitiile au ramas la un nivel mic, iar capitalurile proprii au crescut ca urmare a profiturilor obtinute.

Tip datorie	Creditor	Sold (RON)
Imprumut pe termen lung	Societe Generale – ANSALDO BC	38.036.432
Imprumut pe termen lung	Societe Generale – AECL BC	73.242.859
Imprumut pe termen lung	EURATOM	267.143.400

Sursa: raportarile companiei

Datoriile financiare nete sunt chiar pe minus, iar aceasta situatie s-a mentinut in toti anii de dupa 2016. Minusul ar fi chiar mai mare daca luam in calcul si depozitele bancare, clasificate de companie in afara numerarului si echivalentelor de numerar, cel mai probabil pentru ca au scadente mai lungi. La 30 septembrie 2021, depozitele bancare totalizau 1,5 mld. RON, de 4 ori mai mult decat toate datoriile financiare ale companiei.

Situatia datoriilor se va schimba la fel de radical ca si cea a investitiilor, toate proiectele urmand sa fie realizate pe credit, cel mai probabil cu garantii de stat. In perioada de maxim a indatorarii ne asteptam ca ponderea in activele totale sa ajunga la 70-80%, posibil chiar mai sus, in functie de necesitatile de finantare, rezultatele financiare si politica de dividende pe care o va impune Guvernul.

### Politica de dividend

Anul distributiei de dividend	Dividend brut	Rata de distributie	Randament brut
2014	1,2100	86%	12,60%
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%
2022e	2,5600	80%	5,66%

Sursa: Prime Analyzer, estimari Prime Transaction

Asa cum se observa din tabelul alaturat,

Nuclearelectrica a fost printre emitentii de stat cu cele mai generoase politici de dividend dupa listarea din anul 2013. Cea mai mica rata de distributie a fost de 66%, ajungand pana la nu mai putin de 193% in 2017 si 250% in 2018, cat timp a durat „Marea foamete de bani” a guvernarii de la momentul respectiv.

Chiar daca anii urmatori vor aduce nevoi de finantare mult mai mari decat cele de pana acum, e putin probabil ca dividendele sa ajunga la zero. Nuclearelectrica este obligata prin lege sa distribuie cel putin jumatate din profit catre actionari, iar pastrarea banilor nu ar avea oricum un efect spectaculos asupra situatiei financiare, ordinul de marime fiind unul complet diferit.

De altfel, una dintre ipotezele de la care a pornit si Ernst&Young la realizarea studiului de fezabilitate al proiectului pentru retehnologizarea Unitatii 1 a fost distribuirea a minimum 70% din profit sub forma de dividende pe toata durata de viata a acesteia. E posibil sa nu mai vedem un nivel chiar atat de mare, mai ales dupa 2030, cand ar trebui sa fie de plata si datoriile pentru Unitatea 3, insa nici mult mai jos nu ne asteptam sa ajunga.

## Analiza rezultatelor financiare

### Rezultate financiare T3 2021

Indicator (RON)	T3 2021	T3 2020	Evolutie T3	9 luni 2021	9 luni 2020	Evolutie 9 luni
<b>Venituri vanzare energie electrica</b>	<b>775.237.956</b>	<b>574.153.486</b>	<b>35,02%</b>	<b>2.114.818.186</b>	<b>1.731.672.957</b>	<b>22,13%</b>
Venituri transport energie	3.486.641	2.840.711	22,74%	9.842.974	9.988.653	-1,46%
<b>Total venituri</b>	<b>778.724.597</b>	<b>576.994.197</b>	<b>34,96%</b>	<b>2.124.661.160</b>	<b>1.741.661.610</b>	<b>21,99%</b>
Alte venituri	25.170.207	17.203.540	46,31%	61.770.543	35.520.874	73,90%
Depreciere si amortizare	-139.785.853	-130.508.099	7,11%	-417.428.284	-408.763.469	2,12%
Cheltuieli cu personalul	-122.762.981	-107.640.056	14,05%	-316.551.910	-326.171.173	-2,95%
Cost energie achizitionata	-60.630.991	-41.188.984	47,20%	-183.751.266	-51.553.165	256,43%
Reparatii si mentenanta	-24.378.272	-24.722.887	-1,39%	-70.440.767	-46.849.121	50,36%
Cheltuieli transport energie	-3.486.641	-2.840.711	22,74%	-9.842.974	-9.988.653	-1,46%
Cheltuieli piese de schimb	-4.613.613	-5.135.073	-10,15%	-15.377.567	-13.437.295	14,44%

Cost combustibil nuclear	-44.184.839	-31.494.662	<b>40,29%</b>	-115.118.874	-96.084.383	19,81%
Alte cheltuieli exploatare	-104.572.751	-101.547.062	<b>2,98%</b>	-303.293.081	-286.605.701	5,82%
<b>Total cheltuieli operationale</b>	<b>-504.415.941</b>	<b>-445.077.534</b>	<b>13,33%</b>	<b>-1.431.804.723</b>	<b>-1.239.452.960</b>	<b>15,52%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>299.478.863</b>	<b>149.120.203</b>	<b>100,83%</b>	<b>754.626.980</b>	<b>537.729.524</b>	<b>40,34%</b>
Rezultat financiar net	7.967.253	10.295.155	<b>-22,61%</b>	17.294.729	34.904.079	-50,45%
<b>Profit brut</b>	<b>307.446.116</b>	<b>159.415.358</b>	<b>92,86%</b>	<b>771.921.709</b>	<b>572.633.603</b>	<b>34,80%</b>
Impozit pe profit	-52.231.094	-24.948.550	<b>109,36%</b>	-131.314.158	-94.944.348	38,31%
<b>Profit net</b>	<b>255.215.022</b>	<b>134.466.808</b>	<b>89,80%</b>	<b>640.607.551</b>	<b>477.689.255</b>	<b>34,11%</b>

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Nuclearelectrica se numara, alaturi de Romgaz si

OMV Petrom, printre castigatorii crizei energetice din aceasta perioada, al treilea trimestru al anului venind cu incasari in crestere sustinuta si ducand profitul pe ultimele 12 luni la un nou record.

Veniturile totale din vanzarea de energie electrica au crescut cu 35,02%, de la 574,15 mil. RON in T3 2020 la 775,24 mil. RON in T3 2021, o crestere mult mai mare decat cea de 15,73% din primele sase luni ale anului. Cresterea veniturilor a fost determinata de trei factori principali. In mod paradoxal, nu cresterea preturilor a avut cel mai mare impact, ci cresterea cu 16,97% a cantitatii totale de energie vandute, de la 2,36 mil. MWh pana la 2,76 mil. MWh. Cresterea cantitatii vandute vine in mare parte din efectul de baza, in T3 2020 fiind oprita planificat pentru o perioada Unitatea 1 a centralei de la Cernavoda. Cel mai probabil exista un impact si de la cantitatile de energie cumparate si revandute, avand in vedere cresterea destul de mare a costurilor cu energia achizitionata, insa acesta este un element secundar.

Al doilea factor care a influentat cresterea veniturilor este, desigur, cresterea pretului mediu de vanzare a energiei electrice de pe piata libera, de la 255,56 RON/MWh in T3 2020 pana la 280,94 RON/MWh in T3 2021 (+9,93%), motivele acestei evolutii fiind deja arhicunoscute. Cel de-al treilea factor a fost eliminarea completa a pietei reglementate, catre care Nuclearelectrica vanduse in T3 2020 394,8 mii MWh de energie la pretul mediu de doar 182,63 RON/MWh. Piata reglementata a mancat in al treilea trimestru al anului trecut aproape 29 mil. RON din profitul brut al companiei, presupunand, desigur, ca acea cantitate ar fi fost vanduta la pretul mediu obtinut pentru restul energiei vandute pe piata libera.

Dintre cheltuieli au iesit in evidenta cele cu energia electrica achizitionata, cu personalul si costul combustibilului nuclear, insa dinamica acestora a fost oricum pusa in umbra de cresterea foarte mare a veniturilor. Cheltuielile cu energia electrica achizitionata au crescut cu 47,20% (+19,44 mil. RON), reflectand cel mai probabil atat cresterea costurilor de achizitie, cat si necesitatea de a cumpara mai mult pentru a acoperi cererea. Spre deosebire de Romgaz, aici nu putem calcula daca SNN a facut profit sau pierdere din energia revanduta, nefiind disponibile date privind veniturile obtinute din revanzarea energiei. E de asteptat, insa, ca ponderea lor sa fie una marginala, iar profitul, daca el exista, sa fie mai mic decat la Romgaz.

Cheltuielile cu personalul cu crescut cu 14,05% in T3 (+15,12 mil. RON), dupa o scadere de 11,32% in S1, nefiind clar de unde vine aceasta diferenta intre perioade. O crestere procentuala mai mare au avut cheltuielile cu combustibilul nuclear, 40,29% (+12,69 mil. RON), considerabil mai mult decat cresterea procentuala a productiei de energie. Cel mai probabil aceasta se incadreaza in tendinta inflationista manifestata in acest an in legatura cu aproape orice poate fi cuantificat in bani.

Date fiind particularitatile businessului, cu un raport intre costurile fixe si cele variabile mai mare decat in cazul altor sectoare economice, cresterea veniturilor s-a transmis in cea mai mare parte catre profit, cheltuielile operationale crescand in total cu doar 59,33 mil. RON, fata de ceva mai mult de 200 mil. RON in cazul veniturilor. Profitul operational s-a dublat, de la 149,12

mil. RON in T3 2020 pana la 299,48 mil. RON in T3 2021, in timp ce profitul net a crescut cu 89,80%, de la 134,47 mil. RON la 255,22 mil. RON.

Profitul net TTM a crescut la randul sau pana la 862,24 mil. RON, iar daca va ramane aici la finalul anului va reprezenta un record istoric, cu 23,3% mai mare decat cel din anul 2020. In mod normal nu ar avea de ce sa nu ramana sau chiar sa se imbunatateasca, avand in vedere contextul de piata actual. La fel ca si Romgaz, Nuclearectrica este oarecum in bataia vantului politic, putand fi afectata de eventualele masuri populiste luate la nivel guvernamental sau parlamentar, asa cum s-a intamplat in trecut atunci cand a fost reintrodusa piata reglementata.

## Rezultate istorice

### Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	9L 2021 TTM
<b>Venituri vanzare energie electrica</b>	<b>1.620.769.517</b>	<b>1.884.740.511</b>	<b>2.116.991.679</b>	<b>2.365.563.574</b>	<b>2.432.279.475</b>	<b>2.815.424.704</b>
Venituri transport energie	26.861.292	12.557.690	11.676.332	12.208.626	13.724.548	13.578.869
<b>Total venituri</b>	<b>1.647.630.809</b>	<b>1.897.298.201</b>	<b>2.128.668.011</b>	<b>2.377.772.200</b>	<b>2.446.004.023</b>	<b>2.829.003.573</b>
Alte venituri	32.589.302	35.602.416	50.205.424	39.660.952	54.167.930	80.417.599
Depreciere si amortizare	-474.391.750	-545.800.132	-552.964.849	-555.552.520	-544.752.111	-553.416.926
Cheltuieli cu personalul	-297.732.932	-324.765.608	-388.847.183	-425.597.378	-440.280.607	-430.661.344
Cost energie achizitionata	-22.665.212	-55.567.883	-56.929.750	-84.160.189	-56.596.319	-188.794.420
Reparatii si mentenanta	-126.128.089	-72.606.643	-81.425.822	-63.139.508	-66.177.703	-89.769.349
Cheltuieli transport energie	-26.861.292	-12.557.690	-11.676.332	-12.208.626	-13.724.548	-13.578.869
Cheltuieli piese de schimb	-21.243.702	-18.113.517	-15.768.637	-16.311.993	-15.356.809	-17.297.081
Cost combustibil nuclear	-140.397.129	-122.183.695	-101.991.877	-106.122.681	-132.766.256	-151.800.747
Alte cheltuieli exploatare	-413.878.459	-403.311.594	-432.728.895	-524.914.494	-459.125.682	-475.813.062
<b>Total cheltuieli operationale</b>	<b>1.523.298.565</b>	<b>1.554.906.762</b>	<b>1.642.333.345</b>	<b>1.788.007.389</b>	<b>1.728.780.035</b>	<b>1.921.131.798</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>156.921.546</b>	<b>377.993.855</b>	<b>536.540.090</b>	<b>629.425.763</b>	<b>771.391.918</b>	<b>988.289.374</b>
Rezultat financiar net	-29.004.159	-18.448.817	36.083.184	1.849.945	44.016.697	26.407.347
<b>Profit brut</b>	<b>127.917.387</b>	<b>359.545.038</b>	<b>572.623.274</b>	<b>631.275.708</b>	<b>815.408.615</b>	<b>1.014.696.721</b>
Impozit pe profit	-14.721.491	-53.002.126	-162.012.059	-95.608.444	-116.086.386	-152.456.196
<b>Profit net</b>	<b>113.195.896</b>	<b>306.542.912</b>	<b>410.611.215</b>	<b>535.667.264</b>	<b>699.322.229</b>	<b>862.240.525</b>

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Rezultatele istorice ale Nuclearelectrica ilustreaza destul de bine cele mai importante particularitati ale businessului, cu plusurile si minusurile lor. Intre 2016 si 2021 (pentru care am preferat sa includem in tabel rezultatele TTM la 9 luni, pentru a face o comparatie cu toti ceilalti ani), vaniturile din vanzarea energiei electrice au inregistrat o crestere anualizata de 11,68%, comparativ cu cresterea de doar 4,75% a cheltuielilor operationale totale.

Cresterea veniturilor a venit in principal de la preturile mai mari obtinute pentru energia electrica, in timp ce cheltuielile sunt prin natura lor mai stabile decat in cazul majoritatii businessurilor, procentul cheltuielilor variabile fiind unul foarte mic. Cheltuielile cu amortizarea si deprecierea si cele cu personalul au insumat in medie 54,52% din cheltuielile totale in perioada din tabel, ambele fiind relativ independente fata de nivelul veniturilor. Cheltuielile cu combustibilul nuclear si

pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, care au la randul lor ponderi mai mari in cheltuielile totale, sunt de asemenea destul de stabile, mai ales in comparatie cu evolutia din ultimii ani a veniturilor. Prima dintre ele a avut o crestere anualizata de doar 1,57%, iar a doua de 2,83%, chiar mai mici decat in cazul cheltuielilor cu deprecierea si al celor cu personalul.

In aceste conditii, profitul operational si cel net au avut cresteri considerabil mai mari decat veniturile, primul cu 44,49% anualizat, iar al doilea cu 50,09%. Este consecinta directa a cresterii pretului energiei electrice, restul pozitilor din contul de profit si pierdere avand o dinamica mult mai lenta.

Atunci cand va incepe sa fie implementat programul ambicios de investitii al companiei e de asteptat ca mai multe dintre pozitile de venituri si cheltuieli sa inregistreze schimbari semnificative. Primele care vor fi influentate vor fi cheltuielile cu dobanzile si cele cu deprecierea si amortizarea, in momentul in care vor fi contractate finantarile necesare pentru retehnologizarea Unitatii 1 si apoi in momentul in care unitatea va fi pusa in functiune. Veniturile vor fi si ele influentate, mai intai in mod negativ in perioada de realizare a lucrarilor de retehnologizare, apoi in mod pozitiv dupa constructia Unitatii 3, daca ea va fi construita intr-adevar.

## Bilantul

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	9L 2021
<b>Active totale</b>	<b>9.339.157.066</b>	<b>9.244.473.776</b>	<b>8.866.204.903</b>	<b>8.810.853.773</b>	<b>8.844.469.430</b>	<b>8.796.446.980</b>
<b>Active circulante</b>	<b>1.992.193.144</b>	<b>2.239.856.112</b>	<b>2.194.769.056</b>	<b>2.508.893.666</b>	<b>2.848.927.551</b>	<b>2.946.459.756</b>
Stocuri	331.057.122	332.348.007	368.742.400	402.936.159	435.434.531	452.229.671
Imobilizari detinute pentru vanzare	0	0	0	2.231.633	2.231.633	0
Creante comerciale	162.063.302	149.951.033	157.665.341	169.994.236	157.943.751	208.466.140
Alte active financiare la cost amortizat	0	0	36.230.570	81.706.755	85.367.796	74.449.849
Depozite bancare	26.709.812	32.827.456	20.954.979	58.879.494	1.621.384.000	1.496.971.000
Numerar si echivalente de numerar	1.459.663.497	1.713.834.079	1.611.175.766	1.793.145.389	546.565.840	714.343.096
<b>Active imobilizate</b>	<b>7.346.963.922</b>	<b>7.004.617.664</b>	<b>6.671.435.847</b>	<b>6.301.960.107</b>	<b>5.995.541.879</b>	<b>5.849.987.224</b>
Imobilizari corporale	7.102.223.970	6.865.702.225	6.364.461.135	6.056.697.319	5.795.349.073	5.592.312.692
Drepturi de utilizare leasing	0	0	0	0	621.233	1.225.667
Imobilizari necorporale	80.636.405	62.536.487	54.834.052	60.760.656	53.470.674	50.004.170
Active financiare la cost amortizat	0	0	0	0	5.056.031	35.232.054
Investitii financiare in filiale	0	0	141.666.101	141.666.101	141.666.101	172.438.308
<b>Datorii pe termen scurt</b>	<b>436.850.693</b>	<b>452.233.283</b>	<b>564.204.183</b>	<b>539.762.835</b>	<b>602.683.678</b>	<b>528.919.551</b>
Datorii comerciale si alte datorii	178.645.222	180.681.905	197.107.880	220.236.112	285.020.150	171.968.809
Portiune curenta provizioane	24.662.564	31.838.166	33.831.052	65.442.649	57.272.874	69.584.185
Impozit pe profit datorat	6.431.972	21.726.375	98.958.158	13.329.182	32.049.397	52.337.131
Venituri in avans	6.181.408	12.331.535	30.913.233	27.863.600	16.228.454	13.324.793
Portiune curenta imprumuturi pe termen lung	220.929.527	205.655.302	203.393.860	212.891.292	211.995.082	221.430.224
Datorii leasing pe termen scurt	0	0	0	0	117.721	274.409

<b>Datorii pe termen lung</b>	<b>1.512.955.959</b>	<b>1.308.218.811</b>	<b>1.122.870.108</b>	<b>936.156.877</b>	<b>722.100.502</b>	<b>579.319.657</b>
Imprumuturi pe termen lung	1.087.961.815	894.848.799	683.967.469	499.908.597	290.478.567	153.331.762
Leasing termen lung	0	0	0	0	515.074	961.082
Provizioane riscuri si cheltuieli	118.032.110	137.036.268	182.883.283	213.470.997	235.409.546	243.280.469
Venituri in avans	143.446.616	129.101.954	114.757.293	100.412.631	86.067.969	76.622.541
Datorii impozit amanat	131.608.365	113.903.761	102.644.715	80.743.008	66.526.912	62.982.451
Obligatii beneficii angajati	31.907.053	33.328.029	38.617.348	41.621.644	43.102.434	43.102.434
<b>Capital propriu</b>	<b>7.389.350.414</b>	<b>7.484.021.682</b>	<b>7.179.130.612</b>	<b>7.334.934.061</b>	<b>7.519.685.250</b>	<b>7.688.207.772</b>

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Bilantul a avut o evolutie mult mai „cuminte” decat contul

de profit si pierdere, intre 31 decembrie 2016 si 30 septembrie 2021 fiind inregistrata chiar o scadere a activelor totale. Situatiile este explicabila prin scaderea valorii contabile a centralei propriu-zise pe masura ce ea a fost amortizata, portiunea amortizata nefiind inlocuita deocamdata cu nimic. Profiturile constante obtinute au facut ca scaderea de 1,5 mld. RON sa fie compensata partial, iar activele totale sa scada cu doar 543 mil. RON, diferentele putand fi observate in cresterea lichiditatilor (numerar si depozite bancare) si a investitiilor in filiale.

Pe partea de pasive, scaderea s-a vazut exclusiv la categoria datoriilor pe termen lung, cu 933,7 mil. RON pe parcursul perioadei, compensata partial de cresterea capitalurilor proprii si, intr-o mai mica masura, de cea a datoriilor pe termen scurt. Cresterea capitalurilor proprii ar fi putut fi mult mai mare daca Nuclearelectrica nu ar fi fost obligata sa plateasca dividende din rezultatul reportat in 2017 si 2018.

Per total situatia bilantului a fost una stabila, un lucru normal intr-o perioada in care nu au fost realizate investitii semnificative. In viitor lucrurile se vor schimba in mod radical, iar raportul intre capitaluri proprii si datorii va ajunge si el intr-o zona complet diferita de cea de acum. In continuare vor fi de urmarit reactiile Statului, de care va depinde atat aprobarea proiectelor de investitii, cat si politica de dividende, care la randul sau va influenta costurile de finantare.

## Indicatori importanti

Indicator (RON)	2016	2017	2018	2019	2020	9L 2021 TTM
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,28	-0,70	-0,72	-1,03	-1,33	-1,24
Numerar/Active	15,92%	18,89%	18,80%	21,91%	25,43%	25,99%
Datorii totale/Active	20,88%	19,04%	19,03%	16,75%	14,98%	12,60%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	1.010,92	1.291,50	1.472,02	1.670,22	1.721,10	1.937,10
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	3,77	4,19	3,23	3,89	3,99	4,72
Rata curenta	4,56	4,95	3,89	4,64	4,72	5,57
Rata numerarului	3,40	3,86	2,95	3,58	3,73	4,32
Efect de levier	0,26	0,24	0,24	0,20	0,18	0,14
Durata incasare creante	29,90	27,56	26,75	27,23	26,09	24,54
Durata mentinere stocuri	130,41	127,61	122,70	134,23	142,10	153,35
Durata plata furnizori	80,67	75,26	64,91	71,05	71,33	71,58

Ciclu conversie numerar (zile)	159,30	154,17	148,45	160,46	167,19	176,89
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	1,18%	3,30%	4,49%	6,07%	7,99%	9,83%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	1,50%	4,09%	5,52%	7,39%	9,48%	11,43%
<b>Eficienta operationala</b>						
Rata de rotatie a activelor	0,17	0,20	0,23	0,27	0,28	0,32
Rata de rotatie capital propriu	0,22	0,25	0,29	0,33	0,33	0,38
<b>Profitabilitate</b>						
Marja operationala	32,56%	39,30%	43,18%	46,88%	48,09%	48,91%
Marja neta	6,77%	16,16%	19,29%	22,52%	28,59%	30,47%
Marja EBITDA	61,36%	68,07%	69,15%	70,24%	70,36%	68,47%
Rata efectiva de impozitare	11,66%	14,74%	28,30%	15,15%	14,24%	15,03%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

In momentul de fata majoritatea indicatorilor SNN sunt in zone foarte bune, reflectand pe de o parte contextul favorabil de pe piata energiei electrice, iar pe de alta parte faptul ca unitatile functionale in acest moment sunt intr-o perioada de maturitate, au fost deja amortizate intr-o masura destul de mare si nu necesita alocarea unor resurse financiare importante.

Indicatorii de risc financiar si cei de lichiditate sunt la un nivel extrem de bun, datoriile financiare nete fiind chiar negative, iar rata curenta si rata rapida cu mult peste pragul de confort obisnuit. Ciclul de conversie a numerarului este printre putinele elemente care au avut o evolutie nefavorabila intre 2016 si 2021, ajungand de la 159,3 zile la 176,89 zile din cauza cresterii duratei de mentinere a stocurilor. Cu alte cuvinte dureaza mai mult de cand materia prima intra in companie si pana cand produsul finit (energia electrica in acest caz) este vandut. Asta se poate intampla in mod normal din cauza unei supraaprovizionari determinata de prudenta sau de conditiile de pe piata, a diferentelor intervenite in procesul de productie sau a prelungirii perioadei de vanzare. Avand in vedere particularitatile companiei, prima varianta pare cea mai plauzibila.

Indicatorii de rentabilitate si profitabilitate au avut la randul lor cresteri importante, determinate de profiturile considerabil mai mari obtinute in ultimii ani. Dimensiunea foarte mare a activelor necesare pentru productia de energie electrica, impreuna cu contextul care a facut ca Unitatile 1 si 2 sa fie construite fara indatorarea companiei, fac ca rentabilitatea activelor si cea a capitalului propriu sa fie mult sub nivelul de la alti emitenti, chiar daca ambele au crescut considerabil dupa 2016.

Stabilitatea cheltuielilor face ca marjele de profit nu doar sa fi crescut considerabil, dar si sa manifeste o crestere din ce in ce mai mare pe masura ce parcurgem drumul de la venituri la profitul net. Daca marja EBITDA a crescut cu doar 7 puncte procentuale, de la 61,36% la 68,47%, cea operationala a crescut cu peste 16 puncte procentuale, iar cea neta cu aproape 24, de la doar 6,77% la 30,47%.

Intamplator, in tabel vedem o perioada foarte favorabila pentru companie, cu cresteri de pret pentru energia electrica. Reciproca este insa si ea valabila, iar in perioadele de scadere a pretului profitul poate ajunge la un nivel foarte mic sau se poate ajunge chiar la pierdere. Aceasta situatie de „totul sau nimic” vine tot din impartirea producatorilor de energie in functie de sursa de productie. Un mix de productie echilibrat la nivelul fiecaruia dintre ei ar face ca pretul sa nu mai fie un factor la fel de important, iar productia sa poata fi ajustata in functie de cerere, folosind in principal facilitatile de productie termoenergetice pentru a introduce sau a scoate din sistem cantitatile necesare.

## Evaluare

### Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/Sales	EV/EBITD A	EV/Sales	Medie	Medie ajustata
Nuclearelectrica	14,89	1,73	4,53	5,67	3,88		
Mediana Regulated Electric	8,46	1,06	0,48	4,70	0,77		
Pret cu mediana Regulated Electric	25,9688	27,9854	4,8389	37,8581	9,0638	<b>21,1430</b>	<b>30,6041</b>
Mediana Utilities-Diversified	15,50	1,76	1,12	7,90	1,67		
Pret cu mediana Utilities-Diversified	47,5787	46,4664	11,2909	63,6339	19,6579	<b>37,7256</b>	<b>52,5597</b>
Mediana Utilities-Renewable	33,59	2,22	5,58	16,54	8,08		
Pret cu mediana Utilities-Renewable	103,1077	58,6110	56,2528	133,2284	95,1114	<b>89,2623</b>	<b>98,3157</b>
Mediana Independent Power Producers	13,61	2,06	1,17	6,15	1,30		
Pret cu mediana Independent Power Producers	41,7772	54,3868	11,7949	49,5378	15,3026	<b>34,5599</b>	<b>48,5673</b>

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Modelul de business al Nuclearelectrica este unul foarte

neobisnuit, companiile specializate in productia de energie doar din surse nucleare fiind in numar foarte mic. Exista astfel de companii in principal in Rusia si China, insa ele nu sunt listate la bursa, in timp ce Electricite de France (EdF), probabil cea mai apropiata companie listata de modelul SNN, desi are o pondere covarsitoare a energiei nucleare in productia totala, mai are si facilitati alternative de productie, iar in afara de productie se ocupa si cu distributie, trading, transport de energie, dar si cu proiectarea de facilitati de productie a energiei.

Din acest motiv, evaluarea pe baza multiplilor de piata nu este la fel de relevanta pentru actiunea SNN cum este pentru majoritatea celorlalti emitenti. Ea este undeva la granita dintre mai multe sub-sectoare, fara sa se incadreze cu adevarat in niciunul dintre ele.

In tabelul de mai sus am facut calcule folosind medianele celor mai relevanti multipli de piata pentru cele 4 sectoare cu care SNN are tangenta. Media ajustata de pe ultima coloana exclude P/Sales si EV/Sales, doi multipli pentru care Nuclearelectrica inregistreaza valori mult peste medie, motivul fiind marja de profit foarte mare din aceasta perioada, determinata la randul sau de modelul de business atipic.

Electricite de France, despre care spuneam mai sus ca se apropie cel mai mult de modelul Nuclearelectrica dintre companiile listate, este incadrata in sub-sectorul Utilities-Diversified. Desi producatorul roman nu este deloc diversificat, acesta ar fi sectorul cel mai apropiat, pentru ca include si alti producatori de energie europeni cu pozitii asemanatoare pe pietele pe care activeaza.

Chiar daca am gasi, insa, un sector in care SNN sa se incadreze 100%, nu putem gasi un grup de emitenti cu un business suficient de apropiat incat sa asigure o relevanta suficient de mare a comparatiei, asa ca evaluarea pe baza multiplilor de piata nu va fi inclusa in valoarea intrinseca finala estimata pentru emitent.



## Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

## Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Venituri totale</b>	<b>3.071,40</b>	<b>3.103,47</b>	<b>3.168,13</b>	<b>3.326,54</b>	<b>3.492,86</b>	<b>3.667,51</b>
<i>Evolutie</i>	25,57%	1,04%	2,08%	5,00%	5,00%	5,00%
Cheltuieli operationale	-1.884,93	-1.679,58	-1.684,35	-1.735,66	-1.791,65	-1.850,43
<i>Evolutie</i>	9,03%	-10,89%	0,28%	3,05%	3,23%	3,28%
<b>Profit operational</b>	<b>1.186,47</b>	<b>1.423,89</b>	<b>1.483,78</b>	<b>1.590,87</b>	<b>1.701,22</b>	<b>1.817,08</b>
<i>Evolutie</i>	53,81%	20,01%	4,21%	7,22%	6,94%	6,81%
Marja operationala	39,68%	47,03%	48,01%	49,02%	49,92%	50,78%
Rezultat financiar net	30	30	30	30	30	30
<i>Evolutie</i>	-31,84%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Profit net</b>	<b>1.034,00</b>	<b>1.221,27</b>	<b>1.271,58</b>	<b>1.361,53</b>	<b>1.454,22</b>	<b>1.551,55</b>
<i>Evolutie</i>	47,86%	18,11%	4,12%	7,07%	6,81%	6,69%
Marja neta	34,58%	40,34%	41,14%	41,95%	42,67%	43,36%

Sursa: estimari Prime Transaction

Nuclearelectrica nu este deosebita doar cand vine vorba despre multiplii de piata, ci si atunci cand vorbim despre estimarea fluxurilor financiare viitoare. Data fiind durata de viata limitata a reactoarelor nucleare, vorbim mai degraba despre un proiect decat despre o afacere in sensul clasic. Asa am abordat si evaluarea pe baza fluxurilor de numerar viitoare, luand in calcul toate obiectivele investitionale pe care le cunoastem in acest moment, cu sumele si termenele de executie pe care le avem la dispozitie. Din lipsa de spatiu ne-am rezumat la primii 6 ani in tabel, perioada luata in calcul fiind mult mai lunga.

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 ipotezele de la care am pornit:

- In primul rand, am inclus 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.
- 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 initial comunicat in anul 2020. Data fiind cresterea costurilor estimate pentru retehnologizare de la circa 1,5 mld. EUR la 1,85 mld. EUR, sunt sanse ca si costurile pentru constructia celor doua reactoare noi sa fie de fapt mai mari, cu efecte asupra valorii companiei. 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. In realitate ea fluctueaza, iar la productia propriu-zisa se pot adauga cantitati cumparate de la terti si revandute, insa fiind vorba de un scenariu pe termen lung aceste fluctuatii se atenuaza in timp.

- Pentru pretul mediu de vanzare am luat in considerare o crestere medie anuala de 5%. La prima vedere poate parea o cifra exagerata, insa ea include pe de o parte inflatia si pe de alta parte cererea mai mare de energie electrica pe care ne asteptam sa o vedem pe masura ce autovehiculele, posibil si avioanele la un moment dat, vor fi electrificate. Desigur, intr-o perioada atat de lunga pot aparea schimbari radicale si inventii care sa faca productia de energie electrica in sine sa devina demodata, insa ele trebuie incluse in calcule atunci cand apar.
- 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.
- Rezultatul financiar net a fost proiectat sa ramana in zona actuala pana la demararea primului obiectiv major de investitii, dupa care evolutia sa va fi legata de necesitatile de finantare.
- 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)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>1.196,07</b>	<b>1.246,38</b>	<b>1.336,33</b>	<b>1.429,02</b>	<b>1.526,35</b>
+ Amortizare	550,00	550,00	550,00	550,00	550,00
- Variatie capital de lucru	31,77	53,62	131,36	137,93	144,83
- Cheltuieli de capital	350,00	350,00	350,00	350,00	350,00
<b>FCFF</b>	<b>1.364,29</b>	<b>1.392,76</b>	<b>1.404,97</b>	<b>1.491,09</b>	<b>1.581,52</b>
<b>WACC</b>	<b>11,65%</b>				
Factor actualizare	1,1165	1,2465	1,3917	1,5538	1,7348
FCFF actualizat	1.221,96	1.117,32	1.009,53	959,63	911,65
Enterprise Value	12.167,80				
+ Numerar	714,34				
- Datorii	376,00				
Equity Value	12.506,14				
Numar actiuni	301.643.894				
<b>Valoare estimata pe actiune</b>	<b>41,4600</b>				

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

Indicator	Valoare
<b>Costul capitalului propriu (CAPM)</b>	<b>17,80%</b>
➤ Rata fara risc	4,93%
➤ Prima de risc a pietei	15,22%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	20,15%
○ Rata fara risc	4,93%
➤ Beta (2 ani)	0,87
<b>Costul datoriilor</b>	<b>5,50%</b>
Pondere capital propriu	50%
Pondere datorii	50%
<b>WACC</b>	<b>11,65%</b>

Sursa: estimari Prime Transaction

adauga un nivel mai mic pentru activitatile curente.

- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 11,65%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,80%, influentat la randul sau de:
    - Rata fara risc de 4,93%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani
    - Prima de risc a pietei de 15,22%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc
    - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,87, calculat pentru ultimii 2 ani.
  - Costul datoriilor de 5,5%. Avand in vedere garantiile de stat pe care ar fi normal sa le obtina, ne asteptam ca dobanzile obtinute de Nuclearelectrica la imprumuturi sa fie sub media pietei, de aceea nivelul este unul apropiat de rata fara risc din acest moment. In viitor e greu de estimat unde se vor situa dobanzile, e posibil ca pe termen lung sa vorbim despre un nivel mai mic.
  - 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 41,4600 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 9,28% mai mica decat pretul de inchidere din data de 28 ianuarie. 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 avute in vedere mai multe elemente care ar putea influenta in sus sau in jos evaluarea.

Pe de o parte, modelul nostru pleaca de la premisa optimista ca toate proiectele investitionale ale emitentului vor fi implementate, ca se vor incadra in termenele anuntate si ca vor costa atat cat a estimat conducerea. De asemenea, pornim de la premisa ca piata va fi lasata sa functioneze liber, fara interventii politice care sa micsoreze artificial pretul energiei.

Pe de alta parte, din cauza contextului actual de pe pietele financiare, costul mediu ponderat al capitalului este la un nivel care s-ar putea dovedi exagerat de mare. Dobanzile din piata au inceput deja sa creasca, in ciuda pasivitatii bancilor centrale, insa piata de capital pastreaza si ea o prima de risc foarte mare. In conditii normale, costul capitalului propriu si cel al datoriilor merg in directii opuse, iar costul mediu ponderat are o oarecare stabilitate, diferentele venind mai mult de la structura de finantare.

In final, valoarea companiei va fi influentata puternic de gradul de realizare a obiectivelor investitionale, de evolutia pretului mediu al energiei electrice, de structura de finantare pe care o va alege pentru noile proiecte si de ratele de dobanda la care se va putea imprumuta. Chiar si asa, pretul de piata nu este influentat doar de valoarea intrinseca a emitentului, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta a pretului de piata spre valoarea intrinseca. Evaluarea mai favorabila a pietei fata de cea rezultata din calculul nostru poate fi explicata de faptul ca in acest moment atat piata energiei, cat si cea de capital sunt „bullish”, asa cum se observa si din multiplii de piata inregistrati de 3 din cele 4 sectoare cu care are tangenta Nuclearelectrica.

Departament analiza,

Marius Pandele

*Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!  
Cum?*

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursa, ce stiri au mișcat preturile, ce acțiuni au fost cele mai tranzacționate, ce a crescut și ce a scăzut, cum au evoluat acțiunile pe sectoare și nu numai.

### **Editoriale**

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

**Intra în Prime Analyzer apăsând pe „Prime Analyzer” după ce te autentifici și informează-te în fiecare zi!**

Descopera în Prime Analyzer: Graficele pentru toți emitenții, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...



București, Sector 3, str. Caloian Județul 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 tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor 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](http://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 delegata (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: [office@primet.ro](mailto:office@primet.ro); fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

[WWW.PRIMET.RO](http://WWW.PRIMET.RO)